全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

网络合作伙伴：



投资第一课

大师没教你的投资技巧

如何稳获十年十倍收益，赢在起点



那一水的鱼◎著

高毅资产CEO 邱国鹭
金石致远资产CEO 杨天南
雪球创始人 方三文
独立经济学家 金岩石
上海财经大学商学院副院长 戴国强
《金融投资报》主编 陈大禹
雪球人气用户 小小辛巴

联袂推荐



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

投资第一课

那一水的鱼

中国经济出版社

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

图书在版编目（CIP）数据

投资第一课/那一水的鱼著.—北京：中国经济出版社，2015.6

ISBN　978-7-5136-3822-7

Ⅰ.①投…　Ⅱ.①那…　Ⅲ.①投资—基本知识　Ⅳ.①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字（2015）第107677号

责任编辑　燕丽丽

责任审读　霍宏涛

责任印制　巢新强

封面设计　任燕飞

出版发行　中国经济出版社

印 刷 者

经 销 者　各地新华书店

开　本　710mm×1000mm　1/16

印　张　20.5

字　数　246千字

版　次　2015年6月第1版

印　次　2015年6月第1次

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

目　录

前言

第一章　市场波动

第一节　股价涨跌的奥秘

第二节　技术分析可靠吗

第三节　消息面对股价有何影响

第四节　为何是“七亏”

第二章　期限配对与仓位管理

第一节　小王为何倒在黎明前

第二节　如何管理自己的资产负债表

第三节　如何进行仓位管理

第四节　持股应该集中还是分散

第三章　价值与估值

第一节　四种价值投资策略

第二节　如何看待上市公司的持有资产

第三节　估值摇摆和价值回归

第四节　价值回归试算表

第四章　千挑万选

第一节　“万佛朝宗”的ROE

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第二节　如何初筛价值型和困境反转型股票

第三节　PB估值要注意

第四节　PE估值要注意

第五节　如何看待高速成长股

第六节　再融资与分红

第五章　上市公司的质素

第一节　竞争优势三要素

第二节　竞争优势与护城河

第三节　盈利增长的来源

第四节　理解你将要买入的公司

第六章　价格与供求

第一节　不安分的价格因子

第二节　不可忽视的供与求

第三节　垄断企业的爱与恨

第七章　不可忽视的周期

第一节　初识周期

第二节　潜伏周期股

第三节　周期股复苏

第四节　金融业的周期

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第八章　成本与盈利模式

第一节　固定成本与重资产

第二节　转换成本与边际成本

第三节　通胀与贬值

第九章　投资准备清单

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

前言

我有一个习惯，看什么东西都喜欢先找“注意事项”“风险提示”“安全须知”之类，因为这些东西往往比正文更重要。例如，我们玩蹦极、玩跳伞，是先关心如何操作设备，还是先关心有哪些疾病的人不能参与？

《投资第一课》正是这样孕育而生！虽然它叫“第一课”，而我也希望用最简单的语言来表达，但它并不是“投资入门课”。实际上，它就是投资的“注意事项课”！

最初在雪球和博客上写“投资第一课”的系列文章，是关于投资期限配对的问题。普通企业在运营的时候，需要合理规划现金流；投资机构在操盘的时候，也需要在投资组合中考虑申赎资金的冲击。但是我们普通投资者买卖股票，却往往不考虑个人未来的收支情况。许多人都曾面临过一些尴尬，如因为结婚、买房等原因，不得不低价套现一些股票。

你看好一只股票，并为此做了大量的研究工作。最终你的判断是正确的，你的买入价格也非常低，可是，因为某些原因你不得不卖出股票，倒在了黎明前。对于价值投资来说，还有比这更郁闷的事情吗？

如果投资股票的资金一年后就要用到，那么实际这并不是价值投资，这只是一纸对赌协议——赌这些股票在一年之内的涨跌。时间是价值投资的朋友——如果没有足够的时间等到价值回归，那么我们就失去了最可靠的盟友。

我本人也看过许多价值投资类的书籍，但没有发现关于普通投资者如何进行期限配对的论述。后来，我又陆陆续续发现许多投资相关的问题，它们虽然简单，但在价值投资的相关书籍里却鲜有提及，普

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

通投资者常常会忽略，更不知如何去学习这些知识。于是，我希望将我对投资的所思所想归纳到一本书籍里。

本书的前八章是核心内容，涉及市场波动、期限管理、筛选股票、寻找上市公司竞争力、判断周期性等各方面的内容。这些内容是根据知识从远而近、由浅入深的方式排序的。而最后一章，则将全书按照另一种方式排序——我们投资决策的过程。根据最后一章的内容，投资者可以理顺自己的“投资注意事项”。在通读前八章后，建议您对照第九章将全书的内容回忆一遍。如果有记不清楚的“注意事项”，可以翻回相关的章节再读一次。

朋友们，不知你们是否有这种感觉——价值投资类的书籍看多了以后，很难再吸收到新鲜的养分。我不希望我的读者在拿到这本书后，三下五除二就能够将整本书“翻完”。因此我避免老调重弹，避免花大量篇幅去谈为何价值投资能长期战胜市场，我也不会将旅游的见闻塞进这本书。我只希望，不管是股市新手还是专业分析师，这本书都能带给您耳目一新的感觉。

2015年4月18日

写于星城长沙

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第一章 市场波动

第一节 股价涨跌的奥秘

一只股票上涨，同时另一只股票却在下跌，到底是什么力量促使股票上涨或下跌呢？股价的涨与跌之间，究竟有何奥秘？

股票市场有两种需求：投资需求、投机需求；有两种供给：替代和投机s。它们各自有什么特点？机构又属于哪一类？跟着机构炒股靠谱吗？

投资和投机，你能完全区分开吗？为何股票跌破所有人的价格底线，还会继续下跌？

投资须百般修炼，而最难做到的是什么？

报价机

股市其实就是一台报价机——就像商品一样，各种股票被报出买者和卖者的出价。股市记录下每个时刻的成交价，连在一起就是分时图。而一天天连续的报价连接起来，就形成了K线。如果你看过昆明的花卉拍卖交易市场，你会发现股票交易其实跟花卉交易相似——花卉市场也是买者和卖者分别报价，如果能撮合成交，那么买者就会付钱并将卖者的花卉拖走——股市也一样，只不过交易的不是实物，而是代表公司权益的股票。

为什么一些股票在上涨，而同时另一些股票在下跌？说到底，股价的涨跌由股票的供需双方决定——这与那些实物报价交易是一样的。某一时刻，当愿意买入的资金多于市场上抛售的股票市值时，股价就会上涨。反之，当愿意卖出的股票市值多于市场上买入的资金时，股价就会下跌。订/阅/V/信/whair004

供与求

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

需求

股票的需求方，也就是股票的买入方。股票市场主要有两种需求，一种是投资需求，另一种是投机需求。

股票市场的投资需求与消费市场的消费需求很相似——如果苹果的价格上涨，那么消费者会考虑少吃苹果；如果超市打折促销，那么消费者会进场扫货——股票市场的投资需求也是如此。对于一笔既定的股票投资来说，价格越便宜，则投资的回报率越高，越值得投资。

而投机需求则完全不同。只要预期未来股价会更高，具有投机需求的买家就会进场买入，以期在未来以更高的价格出售。投机需求往往比较复杂，与股价之间并没有固定的关系。例如，在单边上涨的过程中，虽然股价在不断升高，但由于投机者认为未来的价格会更高，即使投资价值逐步降低也会继续买入。又例如，一只股票短期内下跌了很多，投机者认为跌幅太大，短期内可能会止跌反弹（上涨），所以股价下跌时投机者也可能会买入。投机者认为股票会上涨的原因也有很多，可能来自一条利好的消息，也可能来自各种技术指标的指导，更可能来自内心情绪的波动。

供给

股票的供给变动（二级市场）也存在各种原因。有一部分供给来自替代效应，例如持股者发现了更有价值的股票，又或者房产、债券等其他投资渠道，那么持股者会卖出持有的股票；又例如，当持股者的消费需求更强烈时，也会卖出股票用以改善生活。

另一部分供给则来自投机因素。如果认为股价会下跌，他们就会卖出甚至卖空股票。此外，如果投机者认为另一只股票有可能会涨得更“快”，也会导致他们卖出所持有的股票。同样，产生此类投机预

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

期的原因也有很多种，包括利空消息、技术分析指标破位、担心股票下跌而落袋为安的心理等。

套利

除了以上原因，套利也会引起股价波动。套利主要源于两种或几种相关联的金融产品之间出现价差。套利者买入和卖出其中关联的金融产品，并通过价差的改变而获得套利收益。套利可能发生在同一个市场，如分级基金套利，也可能发生在不同的市场，如股指期货市场和股票市场。

金融产品的套利与商品的套利相似。早期联通推出iPhone 4手机资费套餐时，充5880元话费即可免费获得价值4880元的iPhone 4裸机。因此不少人购买套餐，再将手机和含话费的SIM卡分别低价卖出，赚取其中的差价。裸机主要卖给没有使用联通网络服务但需要iPhone手机的客户；而SIM卡则折价卖给话费较多、使用联通网络服务但不需要iPhone手机的客户。联通做此项促销活动，本意是挖取竞争对手的高净值客户，但却被“套利”的买家买入并拆分。联通搭入了大量成本，却达不到争夺客户的目的，因此不得不采取措施来弥补这个漏洞——机号分离则赠送的话费作废。

上例中的套利者，正是看中了机会并行动。套利者买入的资费送机套餐，如果握在自己手里不仅不会增值，反而会慢慢贬值，因而这种行为决不是投资，而是投机。

而资本市场的套利，也是看到了两种以上相互关联产品之间价差的机会，从而进行的投机行为。从目的来看，套利的预期是相关联金融产品的价差缩小，是价格变动而非资本的增值。与一些“搏傻”类的投机行为不同，套利投机是“不见兔子不撒鹰”，价差出现才会吸引套利资金。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

然而套利也并非没有风险，主要的风险有：

（1）一些套利动作，由于关联的投资标的之间的权益不完全相等，因而多方和空方不能完全对冲。

（2）一些套利动作，在操作时间上不能同步，因而产生持仓风险。

（3）套利者预期关联金融产品之间的价差会缩小，因而进行套利动作。但这种情况并不一定出现，价差有时反而进一步扩大。当供求的连通机制不起作用时，这种情况更加明显。例如，A地区的某商品价格10元/个，B地则为15元/个。如果单位运费为2元，那么套利者完全可以从A地区买入该商品，并运输至B地卖出。套利动作使得该商品在A地区的需求增加，B地区的供给增加，从而同时影响其在两地的价格，最终两者的价差会缩小至2元以内（运费，摩擦成本）。但是，如果A地区的该种商品不允许运送至B地销售，此时套利者的仓位就无法及时了结和周转——此时供求的连通机制不起作用，价格波动受套利者的影响较小。

难解难分

有的时候，你很难严格将“投资”和“投机”完全分开。例如，虽然投资者认为某一只股票具备投资价值，但同时又认为这只股票在未来可能会下跌，你猜怎么着？只要产生这种“可能下跌”的预期，大多数的“投资者”就会选择“先不买，先看看”。如果对这种下跌预期的把握不大，投资者还会选择“分批建仓”的办法来释缓买入的压力。

再例如，投机者买入一只股票，来自于他预期这只股票未来的股价会上涨，而上涨的原因却很可能是公司的基本面转好，宏观经济条件改善等理由，这些理由从投资上讲又是能够站住脚的。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

价值与价格

每一笔股票交易，买者与卖者各有原因。在交易的背后，首先我们必须认识到，股票跟其他商品一样——价值决定价格，价格围绕价值上下波动。与此同时，由于股票具备投机的属性，因此股价有可能长期偏离其实际价值。

同一只股票的投资价值，每个人的看法会各不相同。某只股票，市场上乐观的投资者小王觉得值10元，而悲观的小明却认为只值6元。但即便如此，股价仍有可能在未来的某一天跌至3元。这是为何？主要原因有两点：首先，在股价的下跌过程中，不论是投机者还是投资者，只要有“股票还将继续下跌”的心态，都有可能继续抛售股票。其次，股价下跌，会影响投资者的情绪，使得其对公司未来前景更悲观，或者采取更为保守的估值方式，这使得估值的锚不断下移。等股价跌到4元时，乐观的小王可能觉得只值5元，而悲观的小明认为可能只值3元，那么类似小明这样悲观的投资者，仍有可能继续抛售股票。

在股票的下跌过程中，市场会自发地“生产”原因来解释为何这只股票会下跌。这个现象并非在股市中才有，而是贯穿人类的整个进化史——人类无法忍受无知带来的恐慌。例如古人见到自然现象月全食，很惊慌为何月亮不见了，于是“智者”指出月亮被天狗吃掉了。股票市场也是如此——如果股票下跌，就会有各种理由跑出来解释下跌的原因。这些理由可能来自媒体、经济学家、证券分析师，又或者任何一个市场参与者。同样，对于价格远低于价值的股票，市场也会自发地产生各种原因（风险），用以佐证这只股票只值甚至不值这个价格。这些原因会使市场参与者产生继续下跌的预期，进而推动股价下跌，即使这只股票的价格已经远远低于其真正的内在价值。

一样的道理，当股票的价格高于其价值时，仍旧可能继续上涨。一方面是股价一旦上涨并形成趋势，就会有各种原因来解释其为何会上涨，从而强化了股价继续上涨的预期。投机需求的买入会继续推高

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

股价。同时，投资者的情绪也会更加乐观，并考虑使用新的估值体系，不断给予更高的估值水平。市场也会自发地产生各种原因，佐证这只股票可以值更高的价格，即使此时股票的价格已经远远超出其真正的内在价值。

最难：承认无法预测股价

除非想要投机，否则投资者应当避免沾染投机情绪。也就是说，应当避免产生“这只股票可能还会跌一阵”或“涨一阵”的预期。要做到这一点，首先投资者必须承认自己无法预测股价的涨跌。这一点是最重要的，也是最难的。投资者在坚持价值投资的同时，通常也在观察股市的涨跌，难免会对未来的走势产生潜意识的心理暗示。而且事后投资者往往会对正确的心理暗示记忆深刻。这个心理暗示正确的次数越多，就越容易将投资者引向对股价涨跌的判断，而不是对股票内在价值的判断。

除非能做到对股价的判断永远正确，否则就不要试图去判断股价的走势。对股价的判断，会对一次，对两次，对十次……随着次数的增多，自信心也会空前膨胀，仓位和杠杆也会逐步抬高（这是无法避免的，因为每一次欣喜自己正确的同时，都会后悔之前押注太少），最终输在最有自信的那一把投机。

事实上股价是市场上所有交易者共同创造的，是一个极为复杂的群体运动。没有人能做到对股价的判断永远正确——否则这个人很快就会成为世界首富。

追随机构的脚步

前面我们提到，市场有两类参与者：投资者、投机者。那么，像基金、保险、券商（自营资金）等被称为“机构”的参与者，又属于哪一类呢？

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

我们时常听到市场上有“机构大举介入”“基金重仓”等声音。不少投资者喜欢追随机构的脚步，“机构买哪只我就买哪只”。

上市公司每个季度发布的财务报表，都会披露公司的前十大股东，里面或许就会出现机构的身影。而作为机构的基金，每个季度都会发布报表，披露前十大持仓股信息。保险公司、券商如果是上市公司，他们的财务报表中也会披露详尽的持仓信息。同时，一些金融网站还提供每只股票的机构持仓比例。除此之外，在股票每日成交的龙虎榜，也能看到机构的身影。

投资者如果打算跟随机构的脚步，总是有办法的。但是，几乎没有人通过跟随机构的办法获得了满意的收益。这是为什么？

（1）当机构发布持仓信息时，距离持仓日已经有些时日。A股市场机构的换手率很高，跟随机构会被“甩出一条大街”。

（2）机构也是市场的参与者，跟普通投资者一样，他们之中有投资者，也有投机者。翻开机构的业绩排名，高低差异巨大。而且往往今年业绩排名靠前的机构，下一年可能名落孙山。

（3）普通投资者要辨别机构的投资能力，比找到一只值得投资的股票还要难。跟随哪家机构的脚步？这是一个大难题。如果某只基金的投资收益很高，那么何必看它买什么股票呢？直接买入这只基金不是更直接吗？

（4）机构面临业绩排名的压力，更容易追涨杀跌。几乎99.99%的人无法辨别其他人的投资能力，所以只能用“赚钱了还是赔钱了”“赚了多少钱”来分辨某人或某机构的投资能力。如果机构业绩排名靠后，管理人不但奖金少，甚至还可能面临下课。如果是基金，还可能面临净赎回的压力。这些压力，使得机构不得不加入追涨杀跌的队伍之中。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

（5）价值回归需要长期的等待，一年、两年够不够？五年以上都有可能！面对短期的业绩排名压力，注定机构很难坚持长期投资。

（6）机构离市场更近，更容易受到市场情绪的影响。周边的同事、其他机构的报告、各种真真假假的小道消息，都会影响机构对价值的判断。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第二节　技术分析可靠吗

技术分析靠谱吗？有什么依据？为何不同的技术分析方法经常“打架”？

技术分析有哪些缺陷？为什么技术分析使用时模糊不清、对错参半，而事后看却总是正确的？

许多人提倡通过价值投资选股，再通过技术分析选时，这样可以立于不败之地。真的如此吗？

技术分析的依据

国内绝大多数人进入股市后，首先接触到的是技术分析。当你还在询问K线图是什么意思，哪个是开盘价，哪个是最高价时，就已经潜移默化被带入技术分析领域。紧接着你就会学会如何看均线图，什么样的均线是多头排列，而后MACD、KDJ、道氏理论等各种技术面的知识扑面而来。

技术分析是研究股票（或其他金融产品）价格波动规律的方法，主要以市场行为作为研究对象，并以之做出买卖决策。

纵观市面上所有的股票技术分析方法，都会涉及三个要素：价格、成交量、时间。市场交易者每天对各种信息进行处理，并将自己对市场的认知和心理因素都反映在交易中。市场交易者的认知变化和情绪波动，都会写在这三个因素里。技术分析首先是根据大量的交易统计结果（价格、成交量、时间三要素）而得出的，在这个统计和研究的过程中，有意无意就会对交易者的群体行为进行“再编译”。订/阅/V/信/whair004

如很多技术指标都会涉及“超涨”和“超跌”。短期涨速过快有回调的可能，短期跌幅巨大也有反弹的可能。这实际上就是人们在短

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

期内增加巨大财富后的“落袋为安”心理，以及短期内损失较大的“惜售”心理。

技术分析首先认为“市场价格包容并消化一切”，能够影响股价的因素，已经反映在股价当中。这些因素包括战争、自然灾害等突发事件，政府政策、行业及公司基本面变化等。其次，技术分析认为历史会重演，即认为未来交易者仍然会按照这个统计规律去交易，否则就失去了统计和推演的意义。

谁的天气预报更准

技术分析者根据历史市场波动的统计结果，开发出各种理论和指标。正因为有统计学的意义在里面，技术分析有一个普遍规律，就是参与者越多，股票或指数的市值越大，就越能消除个体差异，技术分析也越能派上用场。与此同时，样本的时间越短，短期波动的随意性越大；样本的时间越长，技术分析也就越具备统计意义，这也是为何越短的趋势越难以判断。技术分析者即使不需要很高深的水平，也能看出股市正在牛市（或熊市）之中运行，但牛熊反转的时刻却很难判断，某一只股票明天的涨跌也很难判断，皆因涉及的时间太短。

技术分析的规律与人类总结的其他规律并没有本质上的差别。如看到乌云盖顶的时候，我们就想到有可能快要下雨了。技术分析也是一样，在某一个状态，它也会告诉你，股市可能快要下跌了。但是，乌云盖顶也不一定就会下雨。同样的道理，股市也并不一定按照技术分析的轨迹运行。更有趣的是，你经常会碰到一个情况——某个技术指标建议你买入，而另一种指标却建议你卖出。就好比天气预报告诉你今天不下雨，但乌云密布又仿佛提醒你带雨伞一样。

就跟天气预报一样——甚至不能理解为天气预报，因为技术分析的准确度并没有那么高——可以说，像地震预报一样，所有的技术分

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

析方法，都会有准确的时候，也都会有不准确的时候。然而要命的是，我们不能提前知道它们在哪些时候会准确，哪些时候会不准。

技术分析的缺陷

技术分析的意义主要体现在统计和概率上，因为股票市场的波动本身就是人的群体运动，而人的情绪波动是符合心理学规律，并且是有迹可循的。但是，技术分析的问题也在于这个“有迹可循”并非所有的时候都准确，甚至想要超过50%的正确率都很难。技术分析主要的缺陷包括：

（1）市场价格包容并消化一切，是技术分析的假设之一。如果所有因素都已经反映在市场价格里，那么此时只需要研究价格的变动就足够了——因为价格已经包含了一切。相反，如果市场如同分子运动一样随机漫步，那么技术分析就无从统计和推演。

然而，市场价格真的包容并消化了一切吗？市场波动由众多的交易者共同推动，任何时候都无法保证所有交易者都同时知晓市场上全部的影响因素，与此同时还必须做出与之对应的、恰当的反应。正因为一部分交易者行为的随机性，动摇了技术分析的假设基础。

（2）历史会重演，是技术分析的另一个重要假设。因为只有历史重演，才能用过去股市波动运行的规律来推演未来。如果历史不重演，那么技术分析就失效了。

事实上，随着时间的变化，市场参与者的世界观价值观都在变化，对事物的判断也会变化。而且市场的参与人群也在发生变化，一些新的交易者参与进来，旧的参与者离场。这些原因动摇了历史重演的假设。历史会重演，但不会每一次都必须重演。即使重演，也会有所变化，不是完全相同的。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

（3）技术分析是以过往的交易统计作为研究对象，总结出来的方法。而过往的交易结果，已经是既定的结果。以既定的结果去推断未来还没有发生的结果，在逻辑上站不住脚——这是一种常见的“以果导果”的逻辑错误。

（4）由于技术分析是“以果导果”，所以无法将未来的新鲜元素包含在内，主要是无法囊括未来消息面的影响。股市沉沉浮浮，每一次循环都有相似之处，也都有不同之处。每一次的消息，对交易者的影响都不尽相同。技术分析多是利用相同之处的统计结果，却无法将例外情况吸纳进来。老练的技术交易者大多有一类叫作“盘感”的东西，无非就是长期的交易经验，潜移默化所形成的心理暗示。经过“盘感”潜意识的处理，交易者可以感觉到不同消息面的影响差异。但是遗憾的是，消息面的影响会扩散给每一个市场参与者，同时又随股价波动而发生变化。要综合所有市场参与者的心理状况，是不可能做到的。“盘感”基于技术交易者自身的“潜意识”，是技术分析的修正，基于对其他市场参与者心理状况的潜意识预估。这个心理预估可能正确，也可能错误。

（5）技术分析图形会自我实现，也会自我失效。当一个技术分析被市场中较多的交易者认可时，那么交易者也会按照该种技术分析的指示去操作，因此推动股票按照技术分析预示的方向运行。反过来说，由于涨跌终有尽头，谁也不愿意做最后一个傻瓜，交易者总希望能跑在其他人的前面，提前撤退，与此同时，另有一批更保守的交易者，又希望在这一批交易者之前撤退……一层一层推进，最后使得整个技术分析体系失灵。

（6）技术分析通常具有一定的模糊性和迷惑性，以至于在同一个时刻，不同的交易者使用相同的技术分析方法，却可能得出截然相反的结果！技术分析者将自己的情感因素加入到实战中，那些“希望”股市涨的人，自然会从技术分析中“读出”股市将会上涨的结

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

果。反之亦然。这就好比我们看“四不像”，心中有马的人觉得它像马，心中有鹿的人觉得它像鹿。

（7）大多数技术指标很难分辨出反转还是反弹，而在单边行情和震荡行情中较为有效。也就是说，技术分析很难判别熊底和牛顶。

（8）技术分析具有一定的“后视正确性”。也就是说，把技术分析往过去的股票走势里套，很容易得出各种技术分析是成功的。但是，把技术分析拿到现在的时点，去预测未来的股票走势时，却总是对错参半。拿大趋势来举例，指数经历一波上涨后，回调了1/3的高度。如果此时指数止跌回稳，继续上涨到更高的高度，那么这一次1/3的回调只是“长期上涨趋势中的一次中级折返”。如果此时继续下跌，最终甚至跌破了指数上涨前的低点，那么这1/3的回调又变成了“长期下跌趋势的前半段”。无论从哪一点分析，都符合道氏理论。

再例如大家比较熟悉的MACD指标，MACD金叉，为买入信号之一。实际上，MACD金叉形成的原因其实就是短期涨速快于中期涨速，只不过通过各种平均取值和演算，将这个情况具象化。在熊市底部的反转行情，以及在牛市中途的回调行情结束后，MACD出现金叉时买入是对的。但是，在牛市顶部的反转行情，以及熊市中途的反弹行情结束后，MACD金叉又是错误的。如熊市中跌了一段时间后，出现短期的反弹上涨，反弹只要持续几天，就会使得短期涨速快于中期涨速，达到一定的阈值，就会出现MACD金叉。此时若是买入，股价有可能还会继续上涨，也可能立即掉头向下并破坏MACD金叉形态。

即便是前一种情况，技术交易者也很难把握卖出的位置，因为当下一次技术指标MACD提示卖出的时候，价格很可能已经低于当初的买入价。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

没接触过技术分析的人可能看不明白上述的推演，将其简化就是——当股市大趋势是上涨时，“MACD金叉即买入”这个指标是有效的；当股市大趋势是下跌时，“MACD金叉即买入”这个指标是失败的。

（9）技术分析是研究群体的运动。群体中样本数量越多，个体差异就越能够相互抵消。但如果某一只股票，由一个或少数几个庄家操纵，则技术分析就是完全失效的。何况庄家还会做出各种买入的图形，请君入瓮。

（10）技术分析正确的次数越多，最终积累的风险也越大。纵观国内外著名的投机交易者，有过辉煌，也有过破产。正是因为人性的贪婪所致。每一次技术判断正确，都会加强技术分析者的自信心，同时也产生“早知道正确，为何不多押点注码”的后悔心理。最终会使得技术交易者的仓位和杠杆越来越大。除非技术投资者能一直正确下去，否则终会输在“全押”的一把上。

技术分析与投资

技术分析具有其统计学的意义，但技术分析不是投资。只有正确认识技术分析的本质，才能做好投资。如果投资者通过“基本面选股”+“技术分析选时”的方式来投资，那么势必会在内心产生对股价未来走势的预期，势必会受到较大的情绪干扰，从而影响对股票内在价值的判断。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第三节　消息面对股价有何影响

为什么有些消息引起股价大幅波动，而有些消息却毫无影响？

仅仅影响心理层面的消息有哪些种类？影响公司运营的消息又有哪些种类？

依靠消息面进行“逆向投资”，靠谱吗？

股市的调味剂

每天都会有各种各样的消息影响市场参与者。这些消息，一部分会对企业的经营产生影响，另一部分则仅仅影响市场参与者的情绪。不论消息是否会对企业的经营产生影响，不可否认的是，消息都或多或少影响市场参与者对未来股价涨跌的预期。他们有时反应过度，有时麻木，有时则反向反应——例如“利空出尽是利好，利好出尽是利空”。这也是股市这台报价机的魅力之所在——每一天都是新鲜的，每一天都不会完全相同。

本节所说的消息，指的是市场公开信息，而非“内幕消息”或“小道消息”。

有的时候，消息的影响力较大——较大程度地影响了市场参与者的判断和情绪，并据此做出买卖的决定。受消息影响的市场参与者及其资金越多，那么盘面的反应也就越剧烈。还有一些时候，消息刚出来的时候，并没有引起人们的注意，当市场涨了（跌了），这些利好（利空）的消息就会发酵，被用于解释股市为何会涨（跌）。

消息就像是股市的调味剂。正是因为消息这味调料，股市才变幻莫测，缤纷多彩。

仅影响交易者心理层面的消息

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

根据消息对公司运营的影响大小，可以将消息分作两类。一类是对公司运营几乎没有影响，仅仅影响交易者心理的，主要包括：

（1）短期市场的资金面影响，例如新股IPO（抽水）、QFII（注水）发行、社保资金入市等。投资者需要注意，这些市场参与资金的变化，通常会影响整个股市的波动，但上市公司本身的经营情况几乎不受影响。

（2）高送转。许多个股会在业绩预告或年报前后，发布高送转的消息。不论送红股还是转增股本，对于公司来说股东权益（净资产）的总额是不变的。送转后，股东手中的股票数量虽然多了，但经除权后总的市值是不变的。股东非但没有得到任何额外的好处，甚至还需要缴纳红利税。

高送转对公司的经营几乎没有影响，但是A股市场却往往解读为利好。高送转多发生于庄股，因为庄家往往凭借高送转的消息，拉抬和出货，因此出高送转的消息后，往往会配合一波涨幅。此类的事情发生多了，也就在交易者脑中形成了思维定式。

（3）证券相关的政策及监管制度、税收政策调整等。如证监会检查“两融”的合规性，严查基金“老鼠仓”，印花税下调（或上调）等。这些政策有可能会增加（减少）市场参与者的交易成本，但对于上市公司本身的运营来说，是不受影响的。

以上类型的消息，对公司的运营影响微乎其微，只是影响市场参与者的情绪，使其产生股市将要上涨（下跌）的预期，从而推动股价波动。

影响基本面的消息

还有一类消息，既能影响交易者的情绪，还能对公司运营产生影响。此时，投资者应当着重关注消息对基本面影响的程度。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

有时市场交易者会对消息麻木，有时则会反应过度。之所以会这样，主要是因为此类消息虽然对公司有影响，但股价的波动更多来自市场参与者的情绪变化——乐观的情绪会无视利空而放大利好，悲观的情绪会无视利好而放大利空。

对公司运营有影响的消息主要有：

（1）货币政策的变化，如存贷款基准利率以及存款准备金率的变动等。宽松的货币政策对资金的提供方是利空，对资金的需求方是利好，反之亦然。宽松的货币政策会降低资金提供方的利息收入或投资收益，也会减少资金需求方的财务成本。此类消息，对于资金密集型行业，或者财务杠杆较高的行业影响较大，例如银行、保险、地产等。

货币政策变化会影响市场无风险利率，从而改变整个股市的估值中枢。例如，市场无风险利率上涨，那么相对于固定收益的利率，股市就应当具备更高的回报，这个更高的回报需要更低的股价来进行补偿（对于同一时间的同一只股票，股价越低投资回报率越高）。

需要注意的是，货币政策的消息并不一定对股市产生正向的效果，有时也会受其他因素叠加影响。如发布加息的消息，市场有时反而会上涨，因为市场参与者认为经济发展形势好，加息只是给经济降温的手段，但不会改变经济发展的方向。

（2）宏观经济数据。国家统计局每个月都会发布一些宏观经济数据，例如消费者价格指数（CPI）、生产者物价指数（PPI）、采购经理人指数（PMI）、70城市房价指数，以及社会融资量、GDP增速等。这些数据都是对宏观经济运行情况的历史性反映。任何企业，都是运行在整个大宏观经济中的个体，因此多多少少都会受到影响，其中对周期型行业的影响要更大一些。投资者需要注意，这是一个不断发酵的过程，并不是数据发布当天才产生的。市场参与者在数据发布当天

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

做出反应，仅仅是对宏观经济运行结果的延后反应。同时，市场参与者也会因为这些数据，形成对未来宏观调控政策的预期。

（3）政府的财政支出政策，会影响相关行业的市场需求。扩张的财政政策，会刺激社会总需求；紧缩的财政政策，会抑制社会总需求。而与财政支出直接相关的行业或项目，受到的影响更大。如政府加大资金修建铁路，那么与之相关的上下游产业都会受益。

（4）政府对一些行业的扶持、抑制或监管政策。市场经济有时会运行失效，主要是市场经济无法解决“外部性”[1]的问题。相关的政策出台，都会对行业及企业产生影响。

政府会扶持一些产业，以促进其发展，如环保行业。与此同时，政府会抑制另一些行业的发展，如高能耗、高污染、产能过剩行业。除此之外，与国计民生或整个宏观经济息息相关的行业，会受到政府较多的监管和调控，如金融业、房地产业。

（5）来自企业的再融资。再融资对于企业及股东来说，正面或负面的影响都有可能产生，主要看再融资的价格，以及投入项目的回报情况。也有些时候，再融资不会投入新的项目，而仅仅改善企业的财务状况，降低负债率。

通常来说，再融资的价格越高对企业越有利。但对于股票的持有者来说，却不能只看再融资的价格——如果再融资投入的领域不能产生正面的收益，那么不仅投资者无法获得回报，反而遭受股份的摊薄。再融资是否有利于股票原持有者，区分的界限在于再融资资金投向的回报率，与再融资前股价蕴含的回报率对比，二者孰高。如果前者高则对股票原持有者有利。

（6）资产的注入、吸收合并或出售等。市场多将此类消息解读为利好（特别是小盘股），并做出过激的反应，有时走出连续的一字板

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

涨停。事实上，不论资产注入还是出售，都只是一门生意。生意有好有坏，需要区别对待。投资者应当理性评估资产质量，做出合理的判断，避免在高位接盘。

（7）管理层变动。管理层变动会对企业产生影响，可能趋好也可能趋坏。管理层变动后，经营者的战略方向和管理水平也随之变化。但是，变化的结果在管理层变动时难以评估，需要经历时间的考验才会明晰。

还有一些类型的企业，管理者的水平对运营的影响不大，如水力发电、高速公路等。如果此时市场对管理层的变动过度悲观，往往会给投资者一个便宜的价格。

（8）外源性突发事件，如流感、地震等自然灾害。此类消息可能会影响某些上市公司的业绩，但多为短期的、一次性的影响，不会影响公司的长期经营。投资者将这部分损失在上市公司的净资产中剔除即可。

（9）内源性事件，即由公司自身原因造成的，如奶粉的三聚氰胺事件，白酒的塑化剂事件等。投资者不可小看此类事件的影响，因为它们对公司的运营影响较大，可能动摇客户对企业品牌的信任，严重的情况下甚至可能导致公司倒闭破产。

（10）企业的税收政策变化。税收变化较频繁的，主要是关税（进出口贸易）和一些调节税项（如石油或煤炭资源税）。此外，有时一些受鼓励的企业也会收到政府的退税或财政补贴。

（11）大订单给公司带来的影响为一次性的。投资者可以根据公司目前的利润率情况，估算出订单未来的价值。如果连续出现多个大订单，则可能预示着供求关系的变化。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

以上11类消息均可对公司运营造成影响。投资者必须正确估量影响程度是否与股价变动程度趋同，这种估量如果可以定量，就尽可能定量去分析。如某只股票因某个消息短期暴跌了10%，那么投资者首先应该想，该则消息会使得公司的利润下降10%吗？这种影响对企业是暂时性的，还是永久性的？是一次性影响，还是持续性影响？

消息面逆向投资误区

在这里，投资者还需要注意一个常见的“逆向投资”误区。如因为某个事件的影响某只股票的股价下跌了10%，但消息对公司的影响远没有这么坏，因此投资者决定“逆向投资”买入，并期待市场过度反应后的理性回归。

然而这个理性回归有时会到来，有时则不会。投资者须谨记：所谓逆向投资是以基本面的估值为前提的，买入后须能经受得起长期持有，因为股价偏离价值的时间可能会很长。对于具有估值泡沫的股票，一则不起眼的消息也可能是压垮骆驼的最后一根稻草。但此时买入显然不是一笔好的“逆向投资”。

[1]外部性，即社会成员（包括组织和个人）从事经济活动时其成本与后果不完全由该行为人承担。正外部性是行为人的活动使他人或社会受益，行为人承担成本却没有享受全部收益，而受益者无须花费代价。负外部性是行为人的活动使他人或社会受损，而造成负外部性的人却没有为此承担成本。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第四节　为何是“七亏”

为什么我们初入股市总是很容易赚到钱，但是最后还是赔钱了？股市真的是“一赢二平七亏”吗？

绝大多数人无法克服的浮盈心理，你有吗？

几乎所有的骗局，都是抓住群众两个心理弱点。投资心理也一样，这两个心理弱点你有吗？

赚钱效应

绝大部分人初入股市，源于周边亲戚朋友的“赚钱效应”。

如果一部分人赚钱，另一部分人赔钱，是难以产生赚钱效应的。只有大部分交易者都能够很轻松赚到钱，才能异口同声地传达“赚钱效应”。当赚钱效应发生时，正处于牛市的中段，此时牛市还没走完。

在耳濡目染之下，初入者也抱着一颗“赚钱”的心，兴冲冲地就跑去证券公司开户了。牛市中段的特点就是大部分股票都是上涨的，所以即便是初入者，也能很快赚钱，继而又将赚钱效应传导给周边的亲戚朋友。

浮盈心理

最开始，初入者只是小打小闹，投入的资金也很少，大约就是一两个月工资，或者父母给的零花钱。由于是牛市，鸡犬升天，随便买入一只股票都很容易赚钱。这时初入者很容易出现的一种心理，就是将股票的浮盈当作意外之财，并且与平日的消费联系在一起（往往是非必要消费）。如小王月薪5000元，投入了10000元（两个月工资），买入股票后不久上涨了5%，产生了500元的浮盈。小王除了掩饰不住内

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

心的喜悦，还会将这500元理解成“可以上馆子撮一顿了”“要是去足浴都可以五六次了”“再涨一点都够买上次看中的大衣了”。

此时，初入者免不了将股票的浮盈当成“赚钱”了，往往还会在消费的时候“奖励”自己一下。随着股市的继续上涨，初入者很快就会产生“后悔”心理——后悔自己当初买少了！因为人的欲望是难以满足的，小王会想，“当初如果多投点就好了，我不止可以买了上次看中的大衣，还可以把家里的笔记本电脑换新的”。

加码买进

于是，初入者开始慢慢加大本金的投入。在此过程中，初入者会遇到很多插曲——偶尔的下跌，教会了初入者应该“落袋为安”。起初刚刚卖出后，股票继续下跌，初入者会沾沾自喜，认为自己卖得对。可过不久，这只股票又开始上涨，并且超过了初入者的卖出价。此时初入者看着眼红，要么继续买入，要么换一只看起来“不那么贵”或者“更有潜力”的股票。

几轮操作以后，初入者慢慢也总结出一些自己的心得，并不断得到股市的验证。此时就会出现一种现象，叫作“新手教老手”“徒弟教师傅”。

就这样，指数一路高歌向上。上涨途中，偶尔也会遇到暴跌。暴跌的特点是，往往发生在风平浪静的时候。几乎没有任何好消息，也没有任何坏消息，不知不觉就跟抽风一样暴跌了。等收盘以后（甚至还是盘中），n多个坏消息就会被“生产”出来，并且演绎成n多个版本。此时总有看空、逃顶的声音。但是过不了几日，指数又会在暴跌的基础上继续上行，创出新高。

万点不是梦

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

到牛市后半段，一有看空的声音发出，就会遭到初入者的谩骂——很显然嘛，耽误了大家“赚钱”的大事。随着牛市的发展，这种看空和逃顶的声音越来越小，因为每次发声都被证明是错的，每次发声都会被埋怨。看空者颜面尽失，甚至也开始怀疑自己的看法，加入看多的行列。接着，市场上逐渐有很多种解释，来支持牛市的高估值，并且给出了不切实际的点位预测，如“上证万点不是梦”。一次次下跌后又被拉起的股指，也让初入者相信，这个梦会一直持续下去。

直到这个时候，初入者仍旧是赚钱的。但是在这个过程中，除了欣喜之外他们内心也饱受折磨。股票涨了，但没有大盘涨得多——折磨；股票涨了，但没有其他主流板块涨得多——折磨；自己持有的股票总是涨得慢——折磨；自己刚卖掉的股票总是大涨——折磨。在轮番的折磨中，初入者不断变换自己持有的股票，有时根本不记得自己买了哪几只股票。

折磨的根源，就是前文提到的想要“赚钱”的思想，而典型的表现则是会把浮盈具象化，跟现实生活中的非必要消费（奢侈消费）联系在一起。

危险时刻

随着股指上涨，初入者的仓位也越来越高。因为每一次上涨都会引发初入者的后悔心理；每一次上涨都会加强初入者看多的决心。

不久，初入者就没有资金可以继续投入。后悔的心情不断侵蚀着初入者的内心，“当时多投一点就好了，当时如果多投一点，我都可以少上几年班了”“当时多投一点，我都可以换辆车了”……人的欲望是无止境的，于是，初入者开始“借钱买股”。融资融券开通后，让“借钱炒股”变得更容易。如果借钱炒股有赚头，那么借的钱还可能会更多。到牛市的中后期，初入者已经不相信股市还会下跌。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

在一轮牛市中，大部分初入者的盈利无法超过指数，主要原因有三点：

（1）在牛市初期，初入者总是在回调时卖出股票，直至股价又大幅超过卖出价时，初入者才重新杀入。在此过程中，初入者没有吃到整个牛市涨幅。

（2）牛市后期，初入者不断加大资金投入，甚至借钱炒股。这种倒金字塔的加仓方式，使得初入者的买入成本都积压在高位。

（3）牛市中，初入者频繁进行买卖操作，增加了交易成本。

此时虽然大部分初入者没有跑赢指数，但只要这种普涨格局的牛市还在继续，初入者亏损的可能性并不大。在牛市盛宴最疯狂的时候，往往十个倒有九个赚。也正是所有人都能赚到钱的时候，却是我们应当加倍小心的时候。

最后一根稻草

在日常生活中，存在许多骗局。如果你常看新闻，就会发现几乎所有的传销，都是从给初入者一个“暴富”的梦想开始的。如“这是国家××金融工程（计划），只需投入6.98万元，最多可获得上千万元的回报”。像这种说法，凡是脑子清醒一点，几乎不可能上当。但是经过传销人员无比热情的气氛感染，以及组织里“先富起来”那拨人的“示范”作用，还真有不少人上当。

除此之外，我们身边也充满了诈骗电话和短信。这些骗局都是利用了人们的两个心理：一是短期内就能捞到大钱；二是机会难得，再犹豫就没有了。如果此刻冷静下来，仔细想一想——与其他人相比，我有什么不同之处，为何这个“大钱”我能赚到别人却不能——就不会上当了。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

受骗的过程令人享受，但受骗的结果却是令人痛苦的。

在股市中，也是一样的情景。到牛市中后期，一些初入者什么都不知道，甚至连K线都不认识，却认为自己能够在这片市场上“赚大钱”。此时人们有两大心理：一是短期内能够捞到大钱，二是再不买就又涨上去了。有没有发现，这种心态其实普遍存在。当你买房的时候，你的置业顾问也是通过两种方法把你逼定的：一是房价马上就要涨了，或者优惠活动马上就结束了；二是你中意的好房源被其他客户看中了，还不买就没有了。

牛市的拐点是很难判断的，谁也不知道究竟是什么原因成了压垮骆驼的最后一根稻草。当股指掉头向下时，几乎没有人警惕，大家都还像身陷传销组织一样，沉浸在即将“暴富”的憧憬当中。

之前牛市每一次下跌，都有人喊“狼来了”，使得真正狼来了的时候，已经没有人相信了。几乎所有人依旧认为这次跟以前一样，是正常的回调，后续股指仍然会涨到更高的点位。

心理学有一个词语，叫“锚定”。在股市中，人们总是记得一只股票最近的价格，并且以这个价格作为参考点，来指引自己的行为。比如一只股票，如果从10元上涨到20元，人们会觉得这只股票已经很“贵”了。但也还是这同一只股票，从48元跌到38元的时候，此时人们往往已经忘记之前10元的价格，而以48元的价格作为参考（锚），认为38元的价格很便宜。正是这种心理，在牛顶的右侧，同样会套牢一大拨资金，这拨资金看中了“看起来便宜的”股价。

浮盈就像过眼云烟

很多人都自信自己有“逃顶”的本领，认为自己不会是最后那个傻瓜，但实际能做到的微乎其微。在牛顶的一片热闹声中，一方面受气氛的感染，还沉浸在“我能赚大钱”和“再不买就没有了”的心态

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

中；另一方面由于“锚定”的心理在作祟，在牛顶右侧，股价初步下跌的过程中不断有人抄底，直至耗尽可用资金。

不管你信不信，大多数人的买入资金（包括借钱买股的资金），都集中在牛顶的左侧和右侧。此外，由于初入者往往是产生“赚钱效应”以后才进入股市，而此时往往距离熊市底部已经有一段距离。因为这些因素的影响，虽然在牛市后期大部分人都是赚钱的，但相比最后套在牛顶左右侧的仓位来说，他们浮盈的比例其实并不高。初入者积累的浮盈就像过眼云烟，在熊市初期的下跌中，很快就会耗尽。

数字游戏

初入者在股市中比较普遍的心理，就是将浮盈当作真实的盈利，还不时计算自己的账面资产，心里美滋滋的；但遇到浮亏，则认为只要不卖，就不算是真实的亏损。这种心态，使得在上涨过程中，人们不断地落袋为安，不断变换买入标的，交易活跃，成交量也随之放大；而在下跌的过程中，人们则选择死拿。因此，上涨的股票拿不住，下跌的股票可以拿很久，这是造成“七亏”很重要的原因之一。

等到熊市到来，买在高位的资金，根本经不起股价下跌的侵蚀，很快就会变成浮亏。在下跌过程中，普通人在两种情况下能够忍痛卖出：一是以10%为界限，下跌不超过10%的情况下，不少人还是有“割肉”的勇气。一旦浮亏超过10%，许多人就不再愿意卖出股票，因为一旦卖出股票，就变成“真亏”了，他们不甘心。另一种情况，则是在“盈亏平衡点”的位置，他们会产生“就当没玩过”“收手算了”的想法。“一赢二平七亏”中的“二平”，很大一部分来自此时的“收手”。

初入者的大部分资金都集中在牛顶的左侧和右侧。等熊市到来，这些昂贵价格买来的“筹码”，一小部分能够在盈亏平衡点之前逃出

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

来；一部分在长期的熊市之中，忍不住煎熬，最后在非常低的位置抛出；还有一部分则被持有者遗忘，直至下一轮牛市到来。

这样的故事一轮又一轮上演。但走过一轮牛熊的老股民，大多还是难以记住这些教训，又走入新一轮的“一赢二平七亏”。并非是我们记忆力不好，而是由人的本性决定的。个人投资者要想跳出这个循环，最起码需要做到的，就是摒弃将浮盈、浮亏和现实生活中的消费能力联系在一起的心理。

投资只是一个数字游戏罢了。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第二章　期限配对与仓位管理

第一节　小王为何倒在黎明前

小王坚守价值投资，很好的价格，很好的股票，买入并持有。可是，为何小王最终还是倒在黎明前？

你知道吗，有时你以为买入的是一只股票，实际上却是一张对赌协议。

投资，要说爱你不容易。如果一定要加一个期限，你希望是多少年？

黎明前的黑暗

小王在一个很便宜的价格，买入了一个很好的公司，甚至是伟大的公司。但是，买入后一年、两年、三年……股价就是不见起色，甚至账面上还有浮亏。

虽然股价没有上涨，但是小王一直坚持价值投资的理念——持有优质低价的股票不动。公司的业绩没有辜负小王的期望，连年增长。由于股价没什么反应，因此估值从10倍PE逐步走向8倍、6倍PE。直到某一天，因为结婚和买房需要大量开支，小王不得不卖出这只股票。订/阅/V/信/whair004订/阅/V/信/whair004订/阅/V/信/whair004订/阅/V/信/whair004

最终，小王不仅没有赚到钱，反而有所亏损。

买入并持有

作为价值投资者，有一句话是我们耳熟能详的，叫作“买入并持有”。大师们也教导我们，除非出现“公司变坏，偏离了起初的预想

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

值”“有更值得投入的股票出现”“股价明显高估，偏离基本面”等情况，否则就一直持有。

诚然，坚持价值投资的理论，可以让我们在股市暴跌的时候看清自己；可以让我们在股市“跌跌不休”的过程中，克服内心的煎熬，不在最低点割肉。但是作为个人投资者来说，却不得不面临另一种尴尬。

在我们一生之中，有几次重大支出，如买房、装修、结婚、生小孩等。许多支出是刚性的，到了那个阶段，就不得不把这笔资金花出去。中国人自古以来就有“有钱就置宅”的传统，结婚前也必须有套房。网络统计数据显示，中国首次购房平均年龄为27岁。根据某研究机构数据，2014年4月，百城房价高达10522元/平方米。按首次置业90平方米，首付三成计算，房价加上契税等费用，支出接近30万元。如果30岁前结婚的话，结婚的彩礼钱以及各种花费，也在10万元以上。房屋装修以及家电家具的购置，也在15万元以上。算下来，对于大部分白领来说，这些重大的支出很难在30岁前通过自身的积攒来实现。

例如小王买入20万元的股票。但是两年后因为结婚不得不提取这笔资金。那么，实际从他买入的那刻起，并不是买入一笔价值投资的股票，而是买入一笔带保证金的期权，或者说是对赌协议——赌该股在一年之内的涨跌。即使公司的运营没有问题，这只股票也可能在两年后对半腰斩，四年后却又上涨5倍，但小王却偏偏在股价最低迷的时候需要套现股票。股价这事情，谁知道呢？买入的时候，小王并不知道两年后的股价，也不知道四年后的股价。

普通的价值投资者都有一个常犯的错误，就是看见便宜的股票就想马上据为己有，对踏空的恐慌超过套牢——就像“集邮爱好者”一样，就怕心仪的邮票明天就买不到了。一个6倍PE每年利润稳定增长20%以上的股票，很心动了吧？可是孰料到，它竟然还能跌到4倍PE呢？别看这两个数字都挺小的，要知道从4块钱涨到6块钱，需要上涨

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

50%！如果静态市盈率从6 PE降到4 PE，即使公司保持20%的利润增速，股价也需要两年多才能回到买入时的价格（120%×120%=144%＜150%）。

即使是优质的股票，也可能跌至投资者远远想不到的价格。如果投资者的资金持有时间不够长，那么很可能等不到价值回归的那一天。

谨防“资金链”断裂

实体公司在经营时，非常注重现金流方面的财务安排——如果现金流问题没有处理好，就会面临不得不高利率融资或者廉价变卖资产来接续即将断裂的现金流的风险，甚至面临破产倒闭的风险。

其实个人投资者也有一张现金流量表。如果把人看作一个企业的话，那么一张现金流量表就出来了：工资收入减去日常开销，相当于经营活动产生的净现金；爸妈的资助（欠的亲情）相当于筹资活动产生的现金流；而买卖股票、股息收入等则相当于投资活动产生的现金流量。跟企业类似，个人投资者如果处理不好自己的“现金流量表”，没有合理安排投资资金和生活开支之间的“期限配对”，那么也存在廉价变卖股票的风险。

如果预估到两年后结婚的可能性，那么小王选择两年左右到期的高等级债券或者货币基金、定期存款等，是比较稳妥的期限配对方法。

以短持长

既然要进行期限配对，那么我们首先要搞清楚股票的期限是多长。因为活期存款或者货币基金按日计息，所以其期限等同于现金。定期存款或债券，其到期日距离投资日的时间就是期限。而股票只要

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

不退市，就是永续存在的，没有到期日。那么，股票的期限是多久呢？

没错，股票的期限就是永续！这简直就是一个悲伤的事实。难道个人投资者永远也用不到的资金才能投资股票吗？如果这笔资金永远也用不到，那它的存在又有何意义呢？

带着这个问题，我们先来看一个债券期限的例子：

假设投资者以100元的价格（净价）[1]买入一只面值100元，票面利率8%，一年后到期还本付息的可交易债券。由于债券的安全性比较高，所以投资者预估不会出现兑付危机。

该债券的期限是一年，但投资者预估自己的持有时间只有9个月。此时债券的期限已经超过了投资者的预计持有期，那么这样的期限配对是否合适呢？与投资这只债券相比，预估年化收益4%的货币基金是否更符合期限配对的原则呢？下面我们进行具体分析。

投资债券，9个月后，这只债券的价值为100元面值+6元应付利息=106元。但债券的交易价格随市场而波动，此时债券的交易净价并不一定还是100元，可能高也可能低。经简单计算后我们发现，如果此时交易的净价价格低于97元，就不如持有货基划算。如果此时交易净价价格低于94元，甚至还会给投资者造成账面亏损。

那么这种可能性大吗？我们来计算一下。

假设：

持有期年化收益率=P

未持有期年化收益率=Q

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

那么得出以下公式：[2]

$$P\times\frac{持有期限}{总期限}+Q\times\frac{总期限-持有期限}{总期限}=持有至到期总年化收益率$$

我们将货基的预估年化收益率4%代入P中，得出：

$$4\%\times\frac{9}{12}+Q\times\frac{12-9}{12}=8\%$$

解出Q=20%。也就是说，如果持有债券M的9个月的年化收益率低于4%，那么债券M剩余3个月的年化收益率就会高于20%。此时债券的净价约为97元。

再将P=0代入上述等式，解出Q=32%。也就是说，如果持有该债券9个月仍然账面亏损的话，剩余3个月的年化收益率将会高于32%。此时债券的净价约为94元。

如果投资者认为，除非发生严重的信用兑付危机，否则不可能出现到期收益率高达20%乃至32%的短债。那么在期限配对这个方面，以9个月的持有期买入这只1年期限的债券是没有问题的。

股票的期限

债券可以“以短持长”，股票的期限配对也是一样的——没必要持有到天荒地老才算是期限配对。股票可以实现收益，只有两个途径：一是股价的上涨，二是股票的现金分红。股票的期限可以理解为，最多经历多长时间没有达到预期回报率（股价上涨的回报+现金分红的回报），个人投资者仍然能够忍受而不会套现。

投资者可以从估值摇摆和价值回归两个维度去思考这个问题。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

估值摇摆：股市的估值总在最高点和最低点之间摇摆。最低估和最高估两个极端值出现的时间最短。越靠近中间值区域，则出现的时间越长。简单点说，如果在十年一遇的估值顶部买入，那么要等到下一次出现这个估值，可能（但不一定）要再等上十年。

价值回归：假设股价不发生变化，如果企业的净利润增长，会降低股票的估值（PE）水平。反之净利润降低甚至亏损，则会提高股票的估值（PE）水平。在股价不变的情况下，企业盈利能力的变化，也可以改变股票的估值（PE）水平。与此同时，当企业的盈利能力变强时，有可能（但不一定）使得市场对这只股票另眼相看，通过提高股价来报出更高的估值（PE）水平，这种现象被称为“戴维斯双击”。反之，则被称为“戴维斯双杀”。就是说，企业盈利能力的变化，也可能改变估值摇摆的方向以及速度。

股市涨涨跌跌，不会一直高估也不会一直低估，通过估值摇摆和价值回归，投资者可以大致估算出需要等待的时长，从而确定股票的期限。关于估值摇摆和价值回归，在后面的章节还将详细叙述。对于个人投资者来说，建议投入股市的资金最好是5年之内不需要用到的。

[1]我国债券市场（不含可转债）采取“净价交易，全价结算”的交易制度。在交易时盘面报出的价格不含利息，为净价。在结算时还需在净价的基础上加上应计利息，为全价。应计利息额=票面利率÷365（天）×已计息天数×票面价格

[2]机构投资者投资债券不需要缴纳利息税，而个人投资者也可以采取一些措施来避开利息税，例如派息前一日卖出，或用相似债券轮换的方法避税，因而此处投资收益率不考虑利息税的影响。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第二节 如何管理自己的资产负债表

其实个人也像企业一样拥有“资产负债表”，这张表长什么样？有哪些分类？股票在其中处于怎样一个位置？

什么是资产配对的原则？如何处理个人现金流与资产负债表的关系？

普通投资者应该将多少精力花在投资上？

属于你自己的资产负债表

我们可以大致列出个人投资者资产负债表中的主要项目：

资产

流动资产

现金

存款

货基

短期债券

其他短期金融资产

非流动资产

私人财物（汽车、电器、衣物等）

不动产（房产、地产、装修）

股票

长期债券

其他长期金融资产

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

表外资产

时间（生命）

创造价值的能力（脑力，体力）

人情（亲情、友情等）

负债

流动负债

信用卡欠款

短期消费贷

股票融资

短期疾病

短期私人借款（多为小额）

非流动负债

房贷

长期私人借款（多为大额）

赡养老人

养育小孩

慢性疾病

表外负债

人情

未来的疾病

未来的突发不利事件（包括疾病）

流动资产

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

我们将容易变现且变现价格与价值差异不大的资产，划作流动资产。这类资产主要有：现金、存款、货币基金、短期债券、其他短期金融资产。其中，存款也包括定期存款、通知存款、定活两便等，因为定期存款提前支取按活期计息，实际的变现损失偏小，因此也可以归入流动资产。

任何一个金融资产，在与所有其他金融资产做比较时，在流动性、不确定性（风险性）、收益性三个要素中，最多只能在两个方面占优。流动资产的特点就是流动性好（容易变现），不确定性低，回报率低。

如果个人投资者的现金流不稳定，建议多配流动资产。现金流不稳定主要分为流进和流出两个方面：收入经常大幅波动，例如销售类人员的收入波动频繁；或者支出经常大幅波动，例如消费高且比较随意，或者面临买房、装修、买车、结婚等重大开支。流动资产由于回报低，因此长期性地配置大量流动资产，无疑会受通货膨胀的侵蚀。即便如此，对于投资能力不强的人来说，这仍然是最好的选择——因为其面临的风险也较小。

非流动资产

我们将不容易变现或者变现时可能出现价格与价值差异较大的资产，划入非流动资产。这类资产主要包括：私人财物、不动产、股票、长期债券、其他长期金融资产等。

非流动资产主要分为消费类和投资类。其中消费类主要为私人财物，包括汽车、手机、电器等，这些财物如果变现，就是我们说的“二手物品”。二手物品变现时，与其真实价值差距巨大。所以我们在日常生活中不会经常变卖自己的财物来充实资产的流动性。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

投资类的非流动资产，配置的期限较长。不动产在变卖时需要花费一定时间（至少一个月），且交易费率较高（营业税、契税、中介费等），因此我们也不会经常变卖不动产。对于股票，在上一节我们讲过它们的期限问题，并且建议普通的个人投资者以五年内不会动用的资金投入股市，如果低于五年则股票配置偏激进。

投资类非流动资产的主要特点是：

（1）流动性差。流动性差一方面可能是变现不方便（如房产），另一方面则可能是资产的期限较长（如股票）。

（2）风险高。风险方面主要表现在不确定性，即盈利的可能性大，亏损的可能性也大，没有比较固定的收益率。即便是长期债券，由于久期较长，短期利率波动对价格的影响比较大。

风险性高主要指不确定性强，指其收益率波动的范围更广——收益率可能很高也可能很低，甚至负回报。风险性高并不是单单指发生亏损或下跌的概率大。

（3）收益高。前提条件是在合理价格买入，如果买到泡沫资产，也不见得有较高的收益。将时间拉长，样本扩大来看，在估值中枢买入投资性非流动资产，平均收益率会高于流动资产。

流动负债

我们将短期内需要偿还的负债划入流动负债，主要包括信用卡借款、短期消费贷、股票融资（6个月，可续借）、短期疾病、短期私人借款（多为小额）等。

信用卡有几个好处，一是最长有50多天的还款免息期；二是可以减少“消费备用金”，熨平消费开支的“波动”；三是可以参与一些银行的积分活动。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

股票融资的期限为6个月，可以通过买卖操作进行续借。但是续借的时候，视担保物价格的变化，不一定还能加到续借前的杠杆倍率——相当于最多半年就要算一次账。其次，股票融资需要考虑担保率的变化，在比较糟糕的情况下，还有被平仓的风险。因此股票融资交易只能算作短期负债。

短期疾病则主要是已经发生的疾病，并且能够在短期内治愈。这其实是一项负债，因为需要开支。

非流动负债

我们将期限较长的负债划入非流动负债，主要包括：房贷、长期私人借款（多为大额）、赡养老人、养育小孩、慢性疾病等。

房贷是普通人比较常见且较为容易获取的长期负债，期限最长可以达到30年。房贷中的公积金贷款利率非常低，建议投资者在不影响日常生活现金流的情况下，公积金贷款配置得越多越好、期限越长越好。

房贷是一项长期负债，在一定程度上可以抵御通货膨胀。通货膨胀有利于债务人，不利于债权人，因为它降低了债务人的实际债务承担——尽管在债权关系发生时，会在利率上考虑一定的通货膨胀因素。许多人都有一个体验，就是刚刚背负房贷时，觉得月供有点吃力。但是几年后，随着物价和收入的上涨，还款越来越轻松——因为房贷月供变化不大。

赡养老人和养育小孩是我们每一个人应尽的义务，并且这个义务无法在短期内全部完成，因此也划入非流动负债。慢性疾病需要长期开支，如糖尿病等，也划入非流动负债。

资产负债配对的原则

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

我们先不管表外的资产和负债，来看资产负债配对的原则：流动资产与流动负债匹配，非流动资产与非流动负债匹配，同时认真地估算自己未来的现金流入及流出，保持一定的流动资产储备。

流动资产与流动负债搭配

因为流动负债往往在短期内就会形成开支，所以必须用流动资产来配置。如果没有足够多的流动资产，那么在遇到开支的时候就不得不增加其他负债——找亲戚朋友借钱，信用卡分期等；又或者变卖非流动性资产——变卖财物、变卖股票等。

我们来看一个简单的流动资产和负债的搭配：

归属于流动负债的信用卡和归属于流动资产的货币基金如何搭配使用？虽然刷信用卡消费会收取商家一定的手续费，但实际上我们在网络上消费时，以及在许多中高档场所消费时，刷信用卡并不会比直接付现金的价格高，有时刷信用卡反而还有更多优惠。于是，我们在消费时应尽量避免使用现金，而是先刷信用卡。这笔本应该支付的现金，我们将它存在货币基金里面，一直等到信用卡还款日前两天，再利用货基直接还信用卡。这种方式，相比直接现金埋单，可以多赚20至56天的货基收益。

信用卡的记账还款模式——每个月将账单日前一个月的刷卡额统计结算，然后往后推20至26天时间即为最后还款日——使得持卡人只要在刚过账单日的第二天刷卡，就能拿到最长的还款免息期。如果将三张信用卡的账单日平均分配到每月1日、10日、20日，优先刷刚过账单日的信用卡，就能提高平均还款免息期，将货基收益提高至40天至56天。

非流动资产和非流动负债搭配

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

小明月收入8000元，除去开支后每月有不低于2000元结余可供自由支配。小明手头有70万元现金，某套房产售价100万元，因为是首次购房，可以首付三成，同时银行给予房贷9折利率优惠，年化利率5.085%（参考2015年5月11日贷款基准利率，5年期以上为5.65%），房贷月供为4652.62元，年还款55831.44元。另外有只股票P，小明研究了很久，非常了解也很看好，属于稳定经营型，每年的分红率可达7%，同时小明预估企业利润每年稳定增长10%（分红也按年增加10%）。该套房屋计划两年后交房，随即简单装修后出租，第1年租金可收入3万元，租金回报率3%。往后租金收入年增长5%左右。

经过研究，小明设计了以下期限配对方案：

购房时选择首付30万元，剩余房款采用银行按揭，20年期70万元的等额本息。与此同时，买入25万元股票P，留15万元备用资金。得出表2-1：

表 2-1 资产配置后小明 20 年内的现金流状况 单位：元

时间	年房贷还款	装修投入	备用资金投入	租金收入	股票分红收入	年差额	月差额
第 1 年	-55831.44		30000		17500.00	-8331.44	-694.29
第 2 年	-55831.44	-100000	125000		19250.00	-11581.44	-965.12
第 3 年	-55831.44			30000.00	21175.00	-4656.44	-388.04
第 4 年	-55831.44			31500.00	23292.50	-1038.94	-86.58
第 5 年	-55831.44			33075.00	25621.75	2865.31	238.78
第 6 年	-55831.44			34728.75	28183.93	7081.24	590.10
第 7 年	-55831.44			36465.19	31002.32	11636.07	969.67
第 8 年	-55831.44			38288.45	34102.55	16559.56	1379.96
第 9 年	-55831.44			40202.87	37512.80	21884.23	1823.69
第 10 年	-55831.44			42213.01	41264.08	27645.66	2303.80
第 11 年	-55831.44			44323.66	45390.49	33882.72	2823.56
第 12 年	-55831.44	-80000		46539.85	49929.54	-39362.05	-3280.17
第 13 年	-55831.44			48866.84	54922.50	47957.90	3996.49
第 14 年	-55831.44			51310.18	60414.75	55893.49	4657.79
第 15 年	-55831.44			53875.69	66456.22	64500.47	5375.04
第 16 年	-55831.44			56569.47	73101.84	73839.88	6153.32
第 17 年	-55831.44			59397.95	80412.03	83978.54	6998.21
第 18 年	-55831.44			62367.85	88453.23	94989.64	7915.80

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

续表

时间	年房贷还款	装修投入	备用资金投入	租金收入	股票分红收入	年差额	月差额
第19年	-55831.44			65486.24	97298.55	106953.35	8912.78
第20年	-55831.44			68760.55	107028.41	119957.52	9996.46
总计	-1116628.80	-180000	155000	843971.54	1002312.49	704655.23	58721.27

注：1.表中可供使用的备用资金共计15.5万元，其中0.5万元为备用资金在第1、第2年投资银行定期存款、货币基金等产品的最保守收益。

2.第2年末投入10万元简单装修并配置家电家具，第12年末投入8万元装修升级（已考虑物价上涨，主要是家电家具等软装更换）。

3.房贷利率未考虑银行贷款基准利率变化情况。如果银行贷款基准利率变化，则在次年一月相应调整还款额。

4.为简化模型，将契税、规费等支出包含在100万元的房价中。

由表2-1可以看出，经过合理配置，小明现金流方面压力非常小。最大的资金缺口在第2年，每月不超过966元。通过小明的收入完全可以弥补这个资金缺口。现金流在第5年开始转正，而第12年出现的负现金流，完全可以由前几年积累的正现金流覆盖。经过资产配置后，除开房贷和装修等开支，20年纯回收70.47万元（未考虑资金的时间价值）。

为了避免基准利率上涨造成的资金缺口，这里再做一个压力测试，即假设5年期以上贷款基准利率由5.65%上涨至7.9%（1998年12月7日以来最高水平）。此时小明的房贷利率相应调整为7.11%，月供为5473.41元，年还款65680.92元。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

表 2-2　贷款利率上调后小明 20 年内的现金流状况　　单位：元

时间	年房贷还款	装修投入	备用资金投入	租金收入	股票分红收入	年差额	月差额
第 1 年	-65680.92		30000		17500.00	-18180.92	-1515.08
第 2 年	-65680.92	-100000	125000		19250.00	-21430.92	-1785.91
第 3 年	-65680.92			30000.00	21175.00	-14505.92	-1208.83
第 4 年	-65680.92			31500.00	23292.50	-10888.42	-907.37
第 5 年	-65680.92			33075.00	25621.75	-6984.17	-582.01
第 6 年	-65680.92			34728.75	28183.93	-2768.24	-230.69

续表

时间	年房贷还款	装修投入	备用资金投入	租金收入	股票分红收入	年差额	月差额
第 7 年	-65680.92			36465.19	31002.32	1786.59	148.88
第 8 年	-65680.92			38288.45	34102.55	6710.08	559.17
第 9 年	-65680.92			40202.87	37512.80	12034.75	1002.90
第 10 年	-65680.92			42213.01	41264.08	17796.18	1483.01
第 11 年	-65680.92			44323.66	45390.49	24033.24	2002.77
第 12 年	-65680.92	-80000		46539.85	49929.54	-49211.53	-4100.96
第 13 年	-65680.92			48866.84	54922.50	38108.42	3175.70
第 14 年	-65680.92			51310.18	60414.75	46044.01	3837.00
第 15 年	-65680.92			53875.69	66456.22	54650.99	4554.25
第 16 年	-65680.92			56569.47	73101.84	63990.40	5332.53
第 17 年	-65680.92			59397.95	80412.03	74129.06	6177.42
第 18 年	-65680.92			62367.85	88453.23	85140.16	7095.01
第 19 年	-65680.92			65486.24	97298.55	97103.87	8091.99
第 20 年	-65680.92			68760.55	107028.41	110108.04	9175.67
总计	-1313618.40	-180000	155000	843971.54	1002312.49	507665.63	42305.47

由表2-2的压力测试可以看出，资金缺口最高发生在第2年，且不超过1800元，尚在小明可以承受的范围内（前面提到小明的收入情况，每月有2000元结余可供自由支配）。只要两年内贷款基准利率不会上调至7.9%以上，那么随着房租和股票分红的增长，后期资金缺口压力越来越小。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

上述模型中，如果采用公积金贷款，那么房贷利率会更低，回报也更好。个人投资者还可以根据自身情况，对上述模型进行修改，主要涉及股票的分红率及增长率，租金回报率及增长率，房贷利率水平等。但是需要特别注意，以上模型的一个重要假设，是这只股票的分红率达到7%，并且按年稳定增长10%。如果投资者对股票的基本面没有把握，则需要留有更多的备用资金。

房贷由于期限较长，在某种程度上与稳定型股票的期限可以配对。股票的分红可能随企业的经营好坏而发生波动，但租金的回收则较为稳定。初始的几年可能会出现净投入的情况，但只要股票的长期前景看好，那么后期投资回报完全可以覆盖支出，产生正现金流。

现金流支撑资产负债表

除了资产和负债的期限配对以外，个人投资者还需要认真估量自己未来的收入和开支。

现金流入主要包括工资、个体户营业收入等，其次还有一部分财产性收入，如房租、股票的分红、债券的利息等。现金流出主要包括消费，以及新投入的投资项目，如买房、装修等。

在列出清单后，再弄清楚哪些收入是稳定性的，哪些收入是波动变化的；弄清楚哪些支出是必须性的，哪些是非必须性的。对于个人投资者来说，收入部分不一定能自己控制，但支出中的非必须性支出是可以自己控制的。一个简单的原则就是稳定收入必须能够覆盖必须性支出，否则就需要保留一部分流动资产以预防资金缺口。

在满足资产负债表配对，以及现金流量表不至于出现巨大缺口的前提下，建议个人投资者至少把持有一只股票的预备期限设置为5年。如果投资者的这笔资金不能保证是5年内用不到的，建议慎重考虑。在买入和持股的过程中，可将这笔股票投资看作是一个商铺，股票的分

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

红相当于商铺的租金。如果这只股票的业绩和分红率的确定性高，那么在资产配置中就可以适当减少流动资金的补充，反之则应当多配置流动资金。

表外资产及负债

我们生活在这个世界上，有一些无法用金钱来度量的财富，这里将它们归入表外资产。同时，我们也还有一些必须要承担的无法用金钱度量义务，以及一些可能明天就会发生，也可能永远不会发生的灾害或疾病，我们将它们归入表外负债。

时间就是生命。时间对于每个人来说是公平的。任何人的一秒钟，都不会比其他人的一秒钟长。对我们每个人来说，健康和长寿是一笔巨大的财富，投资更是需要建立在长寿的基础之上。我们都知道“美丽的复利”，时间正是复利的魅力之所在——当复合增长率为26%左右时，刚好可以完成10年10倍的目标。假如30岁投入100万元，按照这个速度，80岁的时候这个数字是1000亿元。但是这1000亿元的数字，99%是在60岁以后创造的。巴菲特1930年出生，1941年买入人生的第一只股票，至今已经有七十余年，伯克希尔的伟大帝国很大一部分源自于巴菲特的长寿。

所以，关注和爱惜自己的身体，身体是革命的本钱。

此外，人情可以是一笔表外资产，也可以是一笔表外负债。人情包括亲情、友情等，它可以满足我们的社交需求，在你需要帮助的时候获得帮助。同时，人情使你在别人需要帮助的时候必须承担起一定的责任和义务。

这里还要重点说的一项表外资产——创造价值的能力，也就是劳动力，包括脑力和体力。这一项表外资产，在我们不去劳作的时候，

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

等于零。但一旦我们开始劳作，每个人会创造出不同的现金流入——我们每个人的赚钱能力是不同的。

对于绝大多数人来说，投资自己，是最好的投资。

低储蓄率应该如何投资

在宏观经济学中有一个名词叫“储蓄率”。实际上，这个词语也可以放在“普通个人”身上来理解。个人可支配收入中，没有被消费掉的部分（比例），就是储蓄率。这里来看一个例子：

（1）小王在某家酒店做服务员，平均到手的月收入2500元，其中平均每个月消费掉2200元，那么他每个月可以结余300元，小王的储蓄率是12%。

（2）如果小王通过努力，职位上升到主管，月收入达到3500元。此时，小王的月度消费若仍然是2200元，那么他每个月的结余达到1300元，储蓄率是37.14%。

（3）虽然小王的薪资只提高了40%，但是结余却是原来的4.3倍！

（4）由于小王薪资提高，渐渐消费开支也粗放起来，每个月的消费提高了约22%，达到2700元。此时结余只有800元。消费提高20%左右，但结余对比情况（2），却减少了40%。

由此我们可以看出：

（1）在储蓄率低的情况下，通过努力扩大薪资收入，边际收益远大于股票等其他投资渠道。如果事业处在起步阶段，建议将更多的精力放在事业上，不要花费过多的时间研究投资。

（2）储蓄率低的情况下，通过增加收入和节省开支，都能够成倍地放大结余的资金（可用于投资的钱）。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

（3）很多时候，普通投资者抱着创富的梦想，而把投资看作是像买彩票一样的事情，最终的结果不言而喻。在我看来，用上例中第（2）条的方式增加结余，远比其在股市中获取相同的收益来得更容易，来得更快。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第三节　如何进行仓位管理

对于普通投资者来说，仓位管理有哪些不可动摇的原则？有哪几种仓位类型？它们各自有何特点？

常见的几种仓位管理方法有哪些？各有何优缺点？如何找到适合自己的仓位管理方法？仓位管理能提高投资收益吗？

不要抢了上帝的活儿

许多人梦想中的仓位管理就是在牛市顶部空仓，在熊市底部满仓——逃牛顶，抄熊底！但是，这是普通投资者不可能做到的。

即使是非常著名的投资人，也经常喜欢把自己的逃顶和抄底经历拿出来津津乐道。但是，即使其踩准了节奏，正确地逃顶和抄底，也无法证明这究竟是他的能力，还是仅仅依靠运气——幸存者偏差（Survivorship bi-as）[1]。要知道，也有许多人逃顶和抄底失败，只是他们没有站在公众的视野之中而已。

也许能够一次正确，但能够永远正确吗？很多人都输在倾其所有（All in）的一把上。

上文我曾提到，投资者应当避免沾染投机情绪。要做到这一点，首先投资者必须承认自己无法预测股价的涨跌。这一点是最重要的，也是最难的。

股市低点仓位重，股市高点清仓或空仓——几乎所有的个人投资者都会（至少是“曾会”）抱有这种想法。但是，请注意，这实际上已经脱离了投资的领域，而把自己推到了判断股价涨跌的境地。

仓位管理原则

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

对于普通个人投资者，重要的不是判断现在的股市是不是低点，因为低点之后还有低点。同样，也不是去判断高点，因为高点之后还有高点。

重要的是，你必须对你的投资有一个规划和预期。你必须了解你的每一笔投资，在流动性、不确定性（风险性）、收益性这三个要素上，分别是怎样一个水平。然后根据自己的实际情况，去安排自己的投资比例。

首先是流动性。这一点在上一节已经详细叙述，投资者务必规划好自己的“资产负债表”和“现金流量表”。这是管理好风险和收益的前提条件——如果这一点没处理好，要么是收益性达不到预期，要么是风险性高于预期。

其次是风险性。投资者在投入一笔资金前，要考虑这笔资金自己“输不输得起”。千万不要将输不起（特别是保命钱）的资金投入股市，因为这将极大地影响投资者的情绪，成倍放大恐惧和贪婪，使投资者难以做出正确的判断。

最后才是收益性。投资需要保持谨慎，先看到风险，后看到收益。收益性是建立在流动性和风险性基础之上的。一般高收益要么牺牲流动性，要么风险性高。此外，投资者对收益的期望值，也一定程度上决定了投资者的操作风格。例如，投资者如果期望收益率年化100%以上，那么就极有可能陷入追涨杀跌的境地。投资者制定合理的收益率期望值，有利于保持合理的投资心态。

仓位类型

股票投资者说的空仓、半仓或满仓，指的是股票的仓位。而债券投资人也会说空仓满仓，他们指的却是债券的仓位。在这里，我们将

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

所有的投资根据流动性、风险性（不确定性）、收益性三个要素划作三种等级[2]，它们的投资占比实际上都可以叫仓位。

（1）流动性高、不确定性（风险性）低、收益性低。这类投资主要有：存款、货币基金、短期高等级可交易债券（含国债）等。

（2）流动性中等，不确定性中等，收益性中等。这类投资主要是期限较长的债券、A类分级基金等。

（3）流动性弱，不确定性高，收益性高。这类投资主要是股票。这里的流动性弱，并非指股票不能快速进行交易，而是股票的期限较长，卖出时可能价格与价值不匹配。这里的收益性高，也并非指某一只股票在某一段短时间的回报率情况，而是指股票作为一类整体，在时间跨度极度拉长，样本数足够多的情况下的平均收益性高。

从第一等级到第三等级，流动性越来越弱，风险性越来越高，收益性越来越高，同时价格波动的幅度也越来越大。

投资者应该怎样控制某一等级资产的配比呢？

还是那句话，投资者需要根据自己的实际情况来配置。如果投资者对安全性的要求最高，不能忍受半点资产的损失，那么应该将仓位重点配置在第一等级资产，老年人的养老钱就属于这一类。

投资者如果仅仅是想在通胀的基础上有所增值，又不愿承担太大的风险，而且资产负债表和现金流量表没有问题，那么第二等级投资或许是首选。

同样，如果投资者追求高收益，而且投资者自身的资产负债表和现金流量表没有问题，那么或许就得在股票里淘金，适当加大股票投资的仓位。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

风险与收益背离怎么办

通常情况下高风险（不确定性）对应高收益，但有时风险与收益并不匹配。当出现高风险和低收益搭配时，我们称之为“风险与收益背离”。

风险与收益背离，主要是受到投机需求的助涨助跌影响。这种情况在第一、第二等级资产中比较少见，主要发生在第三等级资产——股票。

对于一只既定的股票来说，股价越高则回报率越低。当股票的价格超过一定阈值时，就会变成：

第三等级（股票）		第二等级（长期债券等）
流动性弱	败给	流动性中等
风险性高	败给	风险性中等
收益性低	败给	收益性中等

如果这只股票的价格继续上升，收益率低于第一等级的资产，那么：

在前面的章节我们提到，任何一个金融资产在与所有其他金融资产做比较时，在流动性、风险性（不确定性）、收益性三个要素中，最多只能占住两个角。注意“所有其他”和“最多”这两个措辞。

第三等级（股票）		第一等级（存款、货基等）
流动性弱	败给	流动性高
风险性高	败给	风险性低
收益性更低	败给	收益性低

当某种金融资产A，与另一种金融资产B相比较，其在流动性、风险性（不确定性）、收益性三个要素都不占优的时候，那么A相对B就

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

失去了投资价值。但这并不代表A的价格不会继续上涨，因为A可能仍然具有投机需求。

股票的收益性主要体现在两方面，一种是静态的回报率（静态市盈率的倒数），一种是未来的回报潜力（盈利增长能力）。

我们假设长期国债（五年以上）的年化回报率是5.5%，另一种公共事业类股票（经营稳定，未来盈利能力不会增长也不会降低）的市盈率为20倍。那么：

这只股票的回报率=静态回报率（1/20）+未来回报潜力（0）=5%

很明显，这只股票的收益性低于长期国债。此时，如果从投资的角度考虑，这只盈利能力无变化的公共事业类股票，相对于长期国债而言已经没有投资的价值。

在股票投资中，我们可以很容易计算出静态回报率，但却估不准未来的盈利变化。所以对于股票投资收益性（非投机收益）的判断很难把握。因为第三等级资产（股票）在流动性和风险性上均输于第一、二等级资产，所以一旦经过估值体系衡量后的收益性低于第一、二类资产，则股票已经不具备相对投资价值。

前面我们讲过，股票的价格低点之后还有低点，高点之后也还有高点，投资者不要去试图判断股价的变化。同样，在股票不具备相对投资价值后，股价仍然有可能继续上涨，不要去判断其还能涨到哪个位置。理性的做法，是在考虑未来回报潜力的估值体系下（可以给予成长性股票一定的成长溢价），逐步将不具有相对投资价值的股票，先后换为第二等级、第一等级资产。

同样，股票在发生价格或基本面变化之后，相对投资价值也会随之变化。投资者也可以从收益性和风险性两方面综合考虑，进行换股

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

操作。在后面的章节，我们还将会继续学习股票估值的体系。

先总结一下我推荐的仓位管理方法，再继续探讨市面上其他的仓位管理办法——投资者先结合自己的资产负债表和现金流量表情况，对投资做一个规划和预期。其次需要了解你的每一笔投资，在流动性、不确定性（风险性）、收益性这三个要素上，分别是怎样一个水平。然后根据自己的实际情况，去安排自己的投资比例。对于三要素均不占优的投资应当尽量回避。

投资者应当更多地结合自身情况去配置各类资产的仓位，而不是通过估量金融资产价格的变化来配置仓位。

几种常见的股票仓位管理

以下几种股票仓位管理方法，是市面上比较常见的。许多人在进行仓位管理时，并没有明确的目标和规划，但不知不觉就采用了下列案例中的一种或几种。这些仓位管理方法我写下来，并不是要推荐它们，而是与大家分享它们的优缺点。

案例一：越跌越买

虽然都是越跌越买，但却有不同的出发点。

（1）我们经常可以听到“补仓”“摊低成本”等词语。交易者越跌越买出自于摊低成本的想法——假设股价10元时买入1000股，那么等股价跌到8元时如果再买进1000股，就可以将买入成本降低至9元/股。后期如果股价再次上升至10元时，交易者卖出1000股，那么相当于清理掉10元/股的第一笔买入，只保留8元/股的第二笔买入。这时的买入成本被摊低到8元/股。

在投资的过程中，一旦脑子里浮现出“买入成本”的概念，则不可避免地陷入“为何是‘七亏’”中提到的心理：将账面浮盈看作真

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

实的盈利，并与生活中的非必要消费联系在一起；但是遇到账面浮亏，则认为只要不卖，就不算是真实的亏损。

（2）对于一只既定的股票来说，股价越低则估值水平也越低，回报率越高。出于价值投资的理念（买入价格远低于其价值的股票，并长期持有），将资金分成3至10个等份，股价每下跌一定幅度则加仓一次，直至子弹打光（无钱可买）。

这种操作方法主要发生在熊市下跌及探底过程中，属于价值投资者的“左侧买入”。股价慢慢地下跌，直到触及具有安全边际的价格，价值投资者开始分批买进。分批买进的好处是：首先，第一笔买入对价值投资者来说不确定性（风险）最大，而后随着时间的推移，投资者增强了对公司的了解，降低了不确定性。如果投资者在随后的日子里发现了价值陷阱，可以及时离场，不至于全军覆没。其次，如果价格下跌，则增加了股票收益性上的吸引力。所以，在股价下跌的过程中，分批买进的好处有两方面：一是不确定性逐步降低，二是收益性逐步上升。

然而，这种方法也有软肋。首先，这对投资者自身投资功底的要求很高。如果投资者对公司的研究不深刻，掉进价值陷阱尚且不知，就很容易越买越亏，越陷越深。其次，股市的运行规律复杂多变，不一定单边下跌。投资者设定加仓的价格可能永远也等不到，公司盈利增长会推动股价上扬。对于优秀公司的股票而言，预留一部分仓位等待的同时，也会错失一些机会。

案例二：越涨越买

这种行为有两种主要的出发点：

（1）一种是“为何是‘七亏’”中提到的急于追求财富的心理，这里不再详述。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

（2）另外一种出发点源自趋势投资。《股票作手回忆录》中描述利弗莫尔在发掘趋势时，会先配置少量仓位。如果后期走势符合他的盘感和预期，说明他的判断是正确的。既然趋势判断正确，那么就应该顺着趋势的方向加大仓位。如果后期走势出乎意料，则说明他的判断是错误的。趋势判断错误就得不顾一切斩仓，甚至投入更多的仓位反手做空（或做多）。

这种方法的要点是：确认趋势符合自己的判断后，加大仓位（甚至成倍地加大仓位）。这使得仓位的重量都积压在最后的几笔投入上。如果离场的时点把握不好，即使前期的预测都正确，只要后期的趋势稍微超出料想，就可能全军覆没。

案例三：定投

每隔一段时间投入一定金额的资金。

定投的仓位配置方法，首先承认了自己无法判断股价的变化，并且在一定程度上和市场保持了距离，避免情绪受到股价波动的影响。其次，定投可以合理匹配自身的现金流情况，量入为出。

定投在时间的维度上分散了投资的仓位——估值高时有投入，估值低时也有投入。时间拉长后，可以熨平股市的估值波动，最终高低抵消后，投资会落在平均的估值水平上。

定投多发生在指数基金上，这样避免了选股的麻烦，即使没有较高的投资能力，也可以做到。买入指数基金相当于同时投入了几十上百只股票。因为投资的样本足够多，好坏参半，抵消后最终可以获得平均的收益率。

这正是定投法的优点，也是缺点——获得平均收益率。

案例四：动态平衡

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

有一种股票仓位与债券（或其他投资产品）仓位的动态平衡方法。同时配置一定比例的股票和债券，当股价下跌后，卖出债券买入股票。当股票上升后，卖出股票买入债券。通过动态平衡，将股票和债券的比例始终维持在一定的比例范围之内。

动态平衡的核心思路是将股票和债券的收益率进行平滑。在上下反复震荡的走势下，收益率表现比较抢眼；在股市上升时期，收益率表现不如股票；在股市下跌时期，收益率又不如债券。与此同时，通过配置债券以及其他第一、二等级的资产，又可以帮助投资组合获得一定的流动性支持。

前面我们讲到了三种等级投资资产在流动性、风险性（不确定性）、收益性三个要素上的不同特点。动态平衡组合相当于配置了第2.5等级的投资资产。

仓位管理与选股

无论哪一种仓位管理方法，都与选股无关。也就是说，无论将仓位管理的方法研究得多透彻，都不能帮助投资者买到更优秀更便宜的股票，从而提高总收益。

对于仓位管理来说，无论如何推进、如何平衡、如何在三种等级的投资资产之间切换，都是有利有弊的。大部分时候，仓位管理有意无意附带了投资者对后市涨跌的看法。在采用防御型仓位配置的同时，也可能错失机会。反之亦然。

[1]这是一种常见的逻辑谬误，指只能看到经过某种筛选而产生的结果，而没有意识到筛选的过程，因此忽略了被筛选掉的关键信息。这一理论也运用于金融和商业领域，如在竞争中胜出的企业被视为“传奇”，人们开始不断研究和模仿它们的做法与经验，但也许只是因为某个偶然原因而已。

[2]这里并没有把黄金等贵金属、期货等纳入进来，因为这些渠道严格说起来不能算投资，它们无法产生资本的增值，只是利用和操作价格波动而已。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第四节　持股应该集中还是分散

有句俗语："鸡蛋不要放在一个篮子里。"如果鸡蛋放在同一个篮子里，一不小心打翻了篮子，那么鸡蛋就全没了。

但是，许多价值投资大师却建议集中持股。因为人的精力是有限的，篮子太多根本照顾不过来，最终反而会打翻几个。倒不如放在同一个篮子，并且集中精力看好这一个篮子。

究竟谁说得对？

价值投资难不难

价值投资理念的核心，就是找到价格低于其内在价值的股票，在具有一定的安全边际后买入并持有。

简单一句话做起来却不简单，难就难在判断股票的内在价值。这需要价值投资者具备大量的相关知识，以及超强的判断能力。如果这一项做不好，其他所有事情都是徒劳无用。

先来看看一个价值投资者需要做多少准备工作：

（1）经济学知识。经济学主要包括宏观经济学和微观经济学。如果不具备经济学的基本知识，许多商业现象就无法理解。如垄断企业如何获得超额利润？在什么情况下垄断企业的超额利润失效？投资垄断企业一定要注意什么？又如，不同的商品价格需求弹性不同，一些商品供求关系稍不平衡就会引起价格的大幅波动，而另一些商品则不会。这种差别最终会随价格变化而传导给上市公司的利润，影响股票的每股收益。订/阅/V/信/whair004

（2）价值投资方面的知识。最浅显的有PE、PB、股息率等常用概念。而深入以后，巴菲特、彼得·林奇等投资大师的各类书籍也是必

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

修课。最后别人的也好，自己的也好，找到一种适用于自己的估值方法。

（3）会计学和财务管理知识，这个是看懂上市公司报表的基础。除了能敏锐地嗅出假账的气味，还要能看明白企业的利润腾挪技巧。一种是在企业内部时间跨度上的腾挪，将当期和未来的利润进行腾挪，如费用转资本以增加当期利润（未来的利润会相应减少），又如利用不同金融资产（或负债）在确认收益（或成本）上的时间差异来调节利润。另一种是在企业之间的腾挪，常见的是上市公司与大股东之间的利益输送。

财务管理知识则可以帮助我们从财务报表中发掘企业的盈利能力，并发现企业的短板。另一方面，也可以告诉你通过何种手段可以改善企业的运营。例如某个新投入的项目，当企业所得税前的资本回报率低于负债利率时，那么很显然减少负债率对股东是有利的。又如，通过与竞争企业比较周转率和利润率，可以帮助企业调整自身的销售策略。

（4）管理学和组织行为学等管理类的知识，是了解企业管理的必修课。除了教科书外，杰克・韦尔奇的《赢》是泰斗级的非教科书。大部分时候，普通投资者无法实地了解企业的管理情况。但是我们也不需要泄气，通过许多方面都可以间接了解企业的管理。如报表的文字部分有时会体现管理理念，此外，独立董事的述职报告、高管的讲话或新闻稿、公司的电子期刊、公司的内部论坛（有一些对外开放）、客服服务态度、投资者服务部门的业务能力等，都能体现一家公司的管理能力。普通投资者没事可以多打打投资服务部门的电话，就自己的疑问进行咨询。如果电话经常没人接，一问三不知，提的问题得不到反馈等，至少说明这家上市公司对投资者关系维护不重视，建议投资者慎重考虑。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

（5）市场营销学，选修消费者行为学。从公司投放的广告，可以看出公司的定位和战略。如果将其与竞争对手的广告进行对比，还可以发现产品之间的差异。如广告透露了公司产品的客群定位，投资者很容易就能从广告中看出公司产品是面向年轻人还是老年人，是面向高端消费还是面向送礼等。又如，某个广告总是强调价格，这就提醒投资者这家企业的主要竞争优势可能是低成本。但成本究竟低不低呢？不能想当然！这还需要投资者求证——不要怕麻烦，翻开报表与同业竞争对手进行横向比较。

（6）行业相关的法律法规，以及其他必修知识等。在这其中金融业的监管规定尤其多，投资者甚至还需要对货币学和金融学有所了解。如房地产的预售制度使得营业收入和利润的确认均比销售额延后；海洋石油开采有各种不同类型的钻井，且对应不同的开采成本；一些行业还有自己特定的税收政策，特别是资源行业。

监管的条条框框越多，企业就越有可能找漏洞绕开监管。但普通投资者并不知道这些。如一些有资本金准入门槛要求的行业，就会出现“明股实债”的现象，许多表外负债并没有挂在财务报表上。

（7）上市公司的招股说明书及各期的财务报表。这些是价值投资者必看的东西。报表必看自是不用说，而招股说明书却被许多投资者遗忘在角落。其实招股说明书的重要性更甚于报表，它的信息量最大，里面包含了行业的许多知识、历史回顾以及可能面临的风险等。有时上市公司的招股说明书年代比较久远，还可以阅读新近上市的同行业其他上市公司的招股说明书来进行补充了解。

（8）投资者须具备独立思考的能力，切忌生搬硬套。如彼得·林奇告诉我们可以买反转型周期类股票，但是并没有告诉你具体对应到哪些股票，怎样的经营背景，以及如何能判断它们已经反转了。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

投资者有时遇到自己心仪的股票，就会将其套入各种价值投资理论中。投资者将股票往隐蔽价值型、周期反转型等各种类型里面套，这些看着相似的股票，真的就价值隐蔽，或者即将反转吗？

（9）自我心态修炼，金融心理学。价值投资者首先要清楚金融心理学知识，才能知道在何种情况下可能会产生怎样的情绪。价值投资者最好与市场保持一定的距离，避免每天盯盘。因为这些情绪干扰多来自股价的波动，会影响价值投资者的判断。价值投资需要我们避免追逐短期的收益，在长跑中获胜。坚持价值投资有时就像苦行僧，特别是其他的股票大涨，但投资者坚持的价值却迟迟没能得到市场的修正。

其次，尽量避免与其他交易者太接近。当你坚持价值投资买入蓝筹股后，半年都没个动静，此时隔壁老王买的重组股一个月内就翻了一番，你会不会激动感慨，会不会随之杀将进去？

集中持股

价值投资难不难？

价值投资容易，因为价值投资提高了投资者的获胜概率。股价明天是涨是跌？概率上来说是50:50。价值投资通过长期持股并等待价值回归，可以将这个概率提高至80%以上，剩下的20%则是由于价值判断失误造成的。

价值投资难不难？

能不难吗？以上九点简直就是九座大山！巴菲特全年无休一年到头看年报，坚持几十年，几个人能做到？

集中持股最大的优点，就是让投资者得以聚焦在一个小圈子里，这样所需处理的信息量就大大减少。人的精力是有限的，无法处理海

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

量信息。如果追求面面俱到，反而顾此失彼。投资者将精力聚焦，“集中优势力量消灭敌人”，才是攻守之道。

与此同时，集中持股最大的风险，就是投资者对投资标的一知半解，在缩小的信息量面前仍然没有将企业研究透彻，最后掉入价值陷阱，一损则全军覆没。特别是一些低质量的上市公司，出于种种原因故意扮靓报表，引投资者入套。

此外，即使投资者对企业研究很深刻，在未来的某个时刻，也可能发生投资者预料之外的突发事件，使得公司的盈利能力受损。投资者基于过去的材料做出判断，并没有将未来不可预知的因素考虑在内。例如泛美航空曾经是世界最大的航空公司之一，最多时航线遍布160多个国家，最终却因为一起空难事故，超过3亿美元的巨额赔偿使其陷入危机，最终宣告破产。

分散持股

就像硬币的两个面，分散持股则刚好是集中持股的另一面。

分散持股的优势就是避免一损俱损，避免突发性事件的风险。有句俗话“东边不亮西边亮”，用来形容分散持股再合适不过。

同时需要注意，分散风险时尽量规避系统性风险。持有同一个行业的多只股票，或持有一条产业链上下游的多只股票，无法规避系统性风险。因为很多因素都会同时影响系统中的所有企业。

同样，分散持股的缺点就是扩大了投资者需要掌握的信息量。投资者没有精力掌握和处理全部信息，研究不深入，容易“踩雷”。价值投资者即使只研究一只股票，尚有可能掉入价值陷阱，更别提分散后的多只股票。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

分散持股在分散风险的同时，也分散了收益。如果分散持股的样本足够多，则风险与收益也就接近市场平均水平。分散持股的极端情况，就是成为指数本身。投资者可以通过买入指数型基金来投资指数。

巴菲特建议普通群众投资指数，其实就是一种分散投资。

你适合集中还是分散

巴菲特一方面建议投资者集中持股，另一方面又建议投资者购买投资标的极度分散的指数基金，这不是很矛盾吗？

其实，不同的人适合不同的方法。

价值投资知识比较扎实，能够筛选一些股票，但不具备很强的排雷能力的投资者，可以考虑适度分散持股。

许多投资者研究了很多只股票，都很看好，对盈利前景很乐观，却从没发现过一颗地雷。此时投资者有必要重新审视自己的排雷能力。如果没有发现地雷的能力，那么分散确实能够均摊踩中地雷的概率。

对于价值投资知识非常扎实，但又没有精力去研究很多投资标的的人，集中持股有利于投资者聚焦，优于分散持股。特别是在所持股票的估值更低、安全边际更高的情况下，完全没有必要为了分散而分散。如果具备发现地雷的能力，则建议集中，因为分散投资会分散投资者挖雷的精力。许多地雷隐藏都很深，行业中的潜规则你也未必都知道，精力分散后反而更容易踩中地雷。

对于价值投资知识入门者，建议先从指数投资开始。指数投资不必具备许多的投资知识。指数的样本之中好公司坏公司都有，相互抵消后完全可以获得股票投资的平均收益率。投资者只需要知道PE、PB

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

等简单的概念，并观察该指数的历史PE、PB运行情况，避免在该指数PE、PB较高的区域投资指数基金，即可获得优于市场平均的收益率。

对于能力较强的价值投资者来说，还存在一个误区。一些投资者热衷于发掘更多的优质股票，并以发掘了n只“十倍股”而自豪。但遗憾的是，无论投资者找到多少只“十倍股”，都无法在同一时间将两只“十倍股”的涨幅叠加，变成一只“百倍股”——持有一只股票涨了十倍和持有十只股票都涨了十倍，效果是一样的。

投资者需正确地认识自己的能力，并选择与之匹配的持股集中度。不管鸡蛋有多少，篮子有多少，最终须把鸡蛋放在看得见的地方。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第三章　价值与估值

第一节　四种价值投资策略

常见的价值投资类型有哪四种？它们分别对应怎样的估值体系？投资时需要注意什么？你适合哪一种风格的投资类型？

什么是有毒的烟蒂？我们要注意什么？

哪四种类型

彼得·林奇将股票定义为六种类型，分别为缓慢增长型、稳定增长型、快速增长型、周期型、资产隐蔽型以及困境反转型。由于资产隐蔽型股票占比较少，且普通投资小户不可能完成对资产的剥离和重组，故我根据投资标的对应的盈利模式、生命阶段、周期性等特征，将值得价值投资的标的分作四种类型，分别是：稳定价值型、价值成长型、高速成长型、困境反转型。

一般说来，从第一种类型到第四种，越往后则不确定性越高，也越难以把握。

对于前三种投资策略，命名的方式是有讲究的。稳定价值型首先看中稳定，再考虑估值——先找出稳定的原因，再等待估值落入合理的区间；价值成长型首先看中估值，再来看成长——先筛选出低估值的股票，再从其中选出成长性较好的；而高速成长型，主要看中的是高速成长的动力和空间，对估值的容忍度更高，有时甚至忽略估值因素。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

四种类型的投资风格并不冲突，投资者可能同时关注不同类型的股票。针对不同的投资类型，投资者的预期收益率也不尽相同。不过投资者首先要做到的，是合理评估股票所属的类型。高速成长型可以消化较高的估值水平，但如果将同样的高估值赋予一只稳定价值型股票，那么结局可能不太美好。

同一家公司的股票，也不会始终处于上述四种类型的某一种，它可以在四种类型之间相互转化。如当高速成长型企业的增速下滑后，很可能掉入价值成长型。

稳定价值型

稳定价值型的最大特点就是高确定性，我更喜欢称之为“高息债券型”。稳定价值型投资者追求稳定的、符合预期的收益率，以及可承受的低风险。

这类股票通常竞争环境比较好，不用担心受到竞争品和替代品的挤压，不需要与上下游企业谈判争利，客户也不会因为某些原因就不再光顾。

此类公司在经营时不需要管理层具有很高的领导能力，即“傻子也能经营”。公司的利润非常稳定，不容易受到外部环境的侵蚀，但要获得利润的增长也往往比较困难。

两种原因可以形成稳定价值型，一种是局部垄断（或区域垄断）、行政特许经营等。此类标的诸如铁路、机场、港口、水电、城市供水等。

此类标的，并非最初就是稳定价值型，早期也可能具有成长性。如铁路、机场、港口等，在运能达到上限后，失去成长性才会被归入此类。一旦运能无法扩张，公司的营业收入就只能依靠提高单价来增长——但它们的价格往往受到管控。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

另一种形成的原因是公司规模已经大到一个极限的程度，而且行业内没有其他企业可以与之争夺市场份额。所谓规模到达一个极限，最典型极限是人口极限。如果人均消费量也不再增长，那么几乎不具备市场成长空间。

对于稳定价值型的股票，首先看到的是稳定，然后才是估值。因为此种类型的股票多分布在特定的行业，或者大家耳熟能详的大公司，因此要把它们筛选出来并不困难。

但是要特别注意，投资者不能看见利润波动不大的股票就认为是稳定价值型，这样就“倒果为因”了。

以上两种原因使得稳定价值型的公司不需要非常出色的经营，也能获得稳定的利润。同时，由于市场已经没有扩大的空间而不具备成长性，最终形成了稳定价值型。

如果投资者对投资回报预期为年复合收益10%左右，并且对回报的确定性要求较高，那么此类股票是一个很好的选择。投资者可以选择在10 PE以下，7 PE以上买入。为何是10 PE和7 PE？因为由于成长性弱，超过10 PE买入，时间拉长了看，很难达到10%左右的年复合回报率。由于此类股票的经营确定性较高，竞争不激烈（傻子也能经营），很难形成特别悲观的预期，加上股市低迷时期人们避险情绪的影响，股价低于7 PE的情况较少发生。投资者如果等待低于7 PE的价格，可能会错失较多的机会。

对于稳定价值型，还需要重点关注的一个指标就是分红率。事实上，由于此类企业的主营业务已经没有成长的空间，所以企业的留存利润再投值得我们关注：要么是向外发展，多元化；要么就是偿还债务降低杠杆。如果两者都不是，那么还有可能是大量现金作为低效资产趴在账上。以上三种留存利润的处理方式，都不能体现稳定价值型的优势。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

（1）多元化使得企业进入未知的领域，面临未知的风险。

（2）由于此类企业的经营风险较小，故债务利率通常也较低。使用留存利润偿还债务，对投资者的回报率过低，无法达到10%。

（3）如果作为现金、存款、银行理财产品等保留在账面上，只会更加拉低投资者的回报率，更何况这些收益还要收取企业所得税。

因此，大比例分红对于投资人来说或许是最好的选择。

我们知道，股价上涨的动力，一部分来自盈利的增长，另一部分来自估值的提升。稳定价值型的成长性太弱，所以如果投资者的预期回报率在20%以上，就只能通过抓住估值的波动来实现。除非此类标的买得便宜（5 PE以下），卖得贵（20 PE以上），否则长期来看很难给投资者带来20%以上的复合收益率。

价值成长型

整个行业的市场具备较大的增长空间，或者企业相对于同行具有一定的竞争优势，使得企业的长期资本增速（平均利润增速+分红率）在10%至25%之间，我们称之为“价值成长型”。价值成长风格的投资者，愿意承担适当的风险，追求较高的预期收益率——通常复合年化回报率要求在20%以上。

价值成长型的长期复合增速已经超过了社会的平均水平（GDP增速）。这种类型的企业要么处于一个生命周期在成长期的行业（行业增速高于社会平均增速），要么竞争能力高于行业内的企业（企业个体增速高于行业平均增速）。

对于某一个行业或领域来说，如果有利可图，那么资本趋利的本性会使得外围资本流入，从而加剧竞争。资本流入后扩大生产，改变原有的供求关系，直至行业的收益率降至社会平均水平为止。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

即使生命周期尚处于成长期的行业，也必须有一定的准入门槛，才能将外围资本阻挡在外，否则行业的增长空间会被新进入的竞争者分食。这种准入门槛可能是特许经营、技术壁垒、规模优势等。如果行业空间向好，企业的运营能力只要达到业内平均水平以上，即可获得超过社会平均水平的增长率。

如果某个企业相对竞争对手具有更强的竞争优势，那么即使行业的增长空间不大，这家企业仍然可以通过提高市场占有率，来获得高于社会平均水平的长期增长率。如果此时行业能够具备一定的增长空间，那无疑是锦上添花。

处于竞争领域的企业，利润是波动的，可能今年增长30%，明年却又倒退20%。相对波动的业绩变化来说，稳定的增长率更值得期待。会计制度给予企业一定的自由度，企业可以通过调节营业收入及利润的确认时间、改变固定资产折旧方式、改变金融资产类型、改变减值准备的计提等各种方式，合理地在时间轴上腾挪利润。站在管理层的角度来看，其更倾向于合理地调节和平滑利润，以保持稳定的增长——因为业绩倒退会使管理层面对股东和市场的质疑。一次考100分，一次考60分，其痛苦指数远大于两次考80分。如果企业交出波动较大的成绩单，只有两种可能：一是企业容易受到竞争对手的攻击，或外部经营环境不稳定，在会计制度上已经没有合理腾挪的空间；二是出于再融资等原因，需要在特定的年份扮靓报表，只能提前释放业绩，导致后期业绩缩水。

保持10%～25%的增长率，对于企业来说，要长期（10年以上）实现是很难的。它要求企业有持续的难以复制的竞争优势（护城河），将竞争者阻挡在外。如果投资者找不出这个竞争优势，就不要投资——即使这家企业过往的业绩很漂亮。过去的增长并不代表未来也会增长，投资者必须要找到企业的竞争优势，否则就犯了“以果导果”的错误。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

通常很难一眼识别一家企业的竞争优势，对于上千种股票来说，要一一辨别更是工作量巨大。因此对于价值成长型，应该先看到估值，再看到成长（并非不看成长）——先筛选出低估值的股票，然后在里面寻找成长素质好的。

如果投资者预期的长期投资收益率高于价值成长型的利润增长率，那么势必有一部分投资收益需要依靠股票的估值提升来实现。例如：假设投资者的预期长期投资收益率为25%，对应股票的长期平均复合利润增长率为15%，初始股价为10元/股，初始每股收益为1元，不考虑分红，那么5年后，达到25%复合收益率所需股价为：

$$10\times125\%^{5}=30.52\text{（元）}$$

每股收益为：

$$1\times115\%^{5}=2.01\text{（元）}$$

我们看到，初始市盈率为10倍，而要达到预期收益率，5年后的市盈率必须攀升至15倍。即，当预期复合收益率大于利润复合增长率时，如果此时仍要求达到预期投资收益率，那么有一部分收益必须依靠估值提升来完成。预期收益率大于利润增长率的幅度越大，投资时间越长，那么需要借力估值提升的程度也越大。

投资者可以按照上例，通过投资期限、静态市盈率、预期投资收益率、预估利润增长率，来初步测算价值成长型的合理买入估值。

例如，投资10年，现在的静态市盈率20倍，预期投资收益率26%，预估利润增长率15%，那么10年回报为：

$$126\%^{10}=1008\%$$

利润增长为：

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

$$115\%^{10}=405\%$$

10年后市盈率为：

$$20\times1008\%\div405\%=49.8\text{（倍）}$$

投资者先问自己，10年后市盈率达到49.8倍的概率大不大？如果概率不大，那么投资者需要重新审视自己的投资标的。后面的章节会继续探讨这个问题。

高速成长型

价值成长型投资风格更倾向于认为，高于30%的增长率是难以长时间持续的，因而他们追求较低的估值和相对较低但确定性更高的成长性。

而高速成长型投资风格，则更关心急速膨胀的市场空间，找出企业又宽又大的护城河。通常他们比较喜欢用PEG（市盈率相对盈利增长比率）来估值。

“高速”和“成长”两个词语叠加在一起，给人们极大的想象空间，甚至市盈率也可以变成“市梦率”。复利的力量是伟大的！如果一家企业的盈利能保持50%的年复合增长率，十年后该企业的盈利将增长至可怕的57.6倍。那么即使在初期以100倍的市盈率买入，10年后市场只给予20倍的市盈率，期间仍可获得超过10倍的收益。

高速成长型投资风格，看中的是高速成长的动力和空间。高速成长型股票的估值往往都比较高，但估值有时并不那么重要。对于高速成长型股票来说，成长才是第一位的。只要成长质量足够好，速度足够快，完全可以一马平川。

问题在于，保持高增长率的确定性究竟有多大，持续时间究竟有多长？这一点是高速成长型投资风格面临的最大难题。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

如果说价值成长型股票是十里挑一，那么高速成长型股票可以说是百里挑一，甚至千里挑一，凤毛麟角。要实现如此高速的增长，大部分时候需要双轮驱动——巨大的市场成长空间和强有力的竞争力。

生命周期处在成长期的新兴产业，出现高速成长型股票的概率更大，＆nbsp；因为该行业已经具备了两个条件之一——巨大的市场成长空间。投资者需要注意，并非所有新兴产业都具备成长空间，因为有的新兴产业还处在导入期（培育期），有的甚至还没度过导入期就提前消亡。之所以如此，主要有两种原因：一是成本太高，且一直没有找到措施降低成本，产品不具备商用价值；二是新兴产业还没来得及到达成长期，就被更新的产业超越，直接变成夕阳行业。

投资者还需要注意，并非处在新兴产业之中，企业之间就没有竞争。急速扩张的市场空间，有时会麻痹投资者，认为这是一个人人都能赚到钱的行业。有时新兴产业的竞争更为激烈，特别是技术更新换代较快的行业更是如此。所以，投资者仍然需要找到企业的竞争优势。

在已经步入成熟期，甚至衰退期的传统行业，也并非找不到高速成长股，虽然概率上较小。企业完全可以通过自身的竞争优势，将竞争对手挤出市场，进而获得成长空间。特别是在行业集中度不高的情况下，企业提高市场占有率的潜力很大。如果市场不看好这个行业的整体市场容量，往往会给予此类高速成长股较低的估值，那么投资者将会获得更满意的长期收益率。

有时高速成长型股票发布了增长30%的业绩报告，结果股价反而应声下跌。这是为何？因为市场的期望值更高，市场期望40%以上的业绩增幅。就好像经常考100分的好学生，偶尔考了一次90分，回家也要挨骂一样。所以对于价值投资者来说，如果要投资高估值的高速成长型股票，就必须要对行业、企业的判断非常精准，否则极易遭受戴维斯双杀。买入股票的PE越高，对投资者的知识面和判断力的要求也越

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

高。建议普通投资者不要过度高估自己的能力，因为即使是再有能力的经济学家、证券分析师、业内人士，许多情况也看不准，更不要说普通投资者。

更多时候，一些公司的业绩无法高速成长，但却因为一个美好的梦想，一些虚无缥缈的概念，一个无足轻重的消息，甚至仅仅只是人们对股价上涨的预期——股价便像断了线的风筝似的越飞越高。投资者需要注意，真正的高速成长型股票，数量比人们想象中的要少很多。虽然跟随“风向”短期内也可能获得一些收益，但追逐“风向”并不是投资行为。没有业绩增长的支撑，断线的风筝总有一天会落地，摔下来的时候很疼。

在前三种价值投资类型中，高速成长型的不确定性最高，风险也最高。因此对于高速成长型投资风格的投资者来说，必须要求30%以上的复合收益率，否则收益与风险不对等。

困境反转型

通常困境反转存在于两种情况：一种是行业整体情况由坏转好，这种情况多发生在周期性行业中；另一种则与行业整体情况无关，主要是企业自身的情况由坏转好，这种情况多是由于企业的战略调整、管理能力增强等原因促成。

所谓周期，无非潮涨潮落。如果正确判断行业周期，自然可以享受水涨船高的快感。但是一旦判断错误，也会像溺水者一般痛苦。关于周期性的话题，在后面的章节还将详细叙述。

同时，要注意结合生命周期，判断是不是夕阳行业。否则你面临的不是潮涨潮落，而是干涸的水井。对于干涸的水井，落下去的皮球或许再也浮不起来。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

对于一家企业的困境反转来说，必定是这家企业发生了脱胎换骨的变化，否则不能叫反转。这种反转多发生在竞争激烈的行业，在企业管理层主观能动性不大的行业，很难见到这种脱胎换骨。

一个强有力的领导者，可以通过调整战略定位，加强管理和执行力，改变营销策略等，将一家企业起死回生。但对于这一类的困境反转，是最难把握的。因为领导者的管理能力是普通投资者最难接触到的，也是最难理解的。而企业困境反转的结果，往往也是事后才得到验证。

很多时候，企业的领导者确实具有很强的能力，员工也拧成一股绳，战略定位也变得符合市场，但是不清楚什么原因最终还是反转失败了。这些原因可能来自外部大环境，也可能是企业的资金链已经等不到反转的那一天，等等各种原因。

一个行业、一家企业的反转，普通投资者很难判断。一个不留神就踏入陷阱，抄底抄在半山腰上。因此对于困境反转型的投资，必须对应极低的估值，才值得一搏。

困境反转类企业的估值，不适合用PE来估量。可参考PS、PB等其他指标。如果困境反转成功，首先是业绩大幅增长，其次是估值大幅提升，这两个力度会同时作用于股价，使得股价的涨幅远高于业绩的反转程度，也就是戴维斯双击。

有时候市场相对有效的，即在行业或企业出现反转的苗头前，股价已经开始有所上升。而另一些时候，市场也会失灵（情绪偏见），行业和企业的境况在明显改善后，股价仍然原地踏步，甚至继续下跌。对于后一种情况，投资困境反转型股票的获胜把握更高。建议投资者一定要等到基本面反转确立，同时估值又非常便宜，才考虑介入，两者缺一不可。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

对于困境反转类投资风格来说，对收益的要求甚至要高于高速成长型，因为其面临的风险更大。困境反转不是一个长期的过程，所以要求投资者在较短的时间内获利了结，这种风格并不属于长期投资。

反转是由坏变好的过程，在企业反转结束之后，股价回升到正常估值水平，此时已经不是困境反转，所以也就不应该继续使用反转类的投资思路。到那时，要么卖出股票，要么按照其他价值投资类型的思路继续持有。

你适合哪一类投资风格

事实上，面对瞬息万变的市场，投资者不可能只具备其中一种风格。但必须清醒地认识到，自己的投入是按哪种风格介入的，预期投资回报率又是多少。

从第一种风格到第四种风格，对投资能力的要求越来越高。如果自认为投资能力有限，建议停留在稳定价值型和价值成长型的投资范畴之内，适当地考虑低估值的高速成长型，小仓位地参与困境反转型。

最后，再次强调，切忌将不同的投资风格混淆。例如：

一些投资者本来打算投资困境反转类，结果行动上却是长期持有。坏和好是两种不同的状态，困境反转讲究“反转”，哪会有一个企业长期处于“反转”的这样一个中间状态？

一些投资者投入稳定价值型，却预期25%以上的长期复合收益率。除非发生估值泡沫，否则稳定价值型的成长能力难以支撑这么高的复合收益率。

一些投资者投入价值成长型，在股价严重脱离基本面后，还一味持有，导致长期被套。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

小心有毒的烟蒂

四种投资风格，越往后，要求的投资能力也越高。四种投资风格有一个共同点，就是预估企业的基本面即使有所波动，但大方向是往好的方面走。其中没有这样一种股票投资方法：

股票的基本面持续走下坡路，但是它们的价格非常“便宜”。

当股票的基本面越变越差时，即使价格再便宜，也不值得购买。价格的便宜是相对价值来说的，如果价值在逐渐损耗，那么当价值量变小后，最开始的“便宜”价格也会变得“很贵”。这就好比有毒的烟蒂，在地上拾起来抽一口很过瘾，但紧接着毒性就会损害身体健康。

买入基本面正逐步变差的股票，相当于寄希望于市场的波动来赚钱。市场真的会在价值逐步损耗的过程中，及时承认它的“便宜”吗？

不见得！

不要介入正在走下坡路的企业，除非投资者判断其未来将会困境反转。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第二节　如何看待上市公司的持有资产

一些上市公司持有隐蔽资产，另一些上市公司股价相对账面价值大幅打折，这些股票值得我们投资吗？

哪六种资产容易成为隐蔽资产？如何确定隐蔽资产的价值？是资产价格重要，还是资产盈利能力更重要？

哪种类型的上市公司容易相对账面价值打折？投资者需要注意什么？

上一节我们提到了四种价值投资的类型。这其中几乎包含了普通投资者能参与的所有价值投资类型。但是仍有一类投资类型没有包含在内：隐蔽资产型股票。本节主要讲述如何看待上市公司的持有资产，其中就包含了隐蔽资产型股票。

买一送一的生意

上一节我们探讨的四种类型，无不以盈利能力作为出发点。但在市场上，还有一类股票被许多投资者关注，这一类股票主要以上市公司的持有资产为出发点。其中有两种情况：一种是持有隐蔽资产，公司的账面价值并不能反映持有资产的实际价值；另一种是持有的资产价值虽然不隐蔽，但公司本身的股价相对持有资产大幅打折。

投资者经常可以看到类似的分析文章：

某某上市公司旗下的这一块资产市值多少，那一块资产又市值多少，旗下所持的资产已经超过公司的总市值，其余业务等于白送。

看上去确实很划算，像是遇到了“买一送一”的打折活动。那么，这类股票值得投资者购买吗？

隐蔽资产类型

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

造成隐蔽资产的原因，主要是由于许多资产在会计上按照成本计入，后期没有跟随公允价值或重置成本进行调整。这部分资产发生了增值，却没有反映在会计报表上。有时这些资产不仅没有计算增值，反而还会计提折旧，使得其账面价值与实际价格之间的偏离程度更大。

又或者，一些“隐蔽”的资产没有进入企业的资产负债表。如一些无形资产无法记入会计报表；又如一些资产（或重置成本）已经作为成本流出表外。可能成为隐蔽资产的有：

耐久性固定资产

能形成隐蔽资产的固定资产，主要是耐久性的资产，而且随时间的推移生产该资产的劳动生产率变化不大。固定资产中的隐蔽资产多集中在不动产，包括房地产（也包括工业厂房及仓库等），以及铁路、港口、水电、机场等耐久性资产。

这些固定资产，如果尚未建成，则会体现在“在建工程”中。而如果是开发商或建筑公司，那么正在开发中的房地产还会记入“存货”之中。

而固定资产中的机械电子设备、办公用品、运输工具等，往往随着时间推移而贬值，所以无法形成隐蔽资产。

长期股权投资或合并进入报表的子公司

长期股权投资、子公司按购置或创建成本记入会计报表，后期根据权益法或成本法进行调整。但是，不论哪种会计方法，都可能造成价值偏差。特别是所持资产是优质公司时，经过长期发展，它的实际价值已经远超账面价值。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

如果此类持有资产是上市公司的股权，那么交易市值（公允价值）大于账面价值的现象会更加明显。

无形资产

会计科目上的无形资产，主要指的是土地使用权和软件、专利权等。能够记入会计报表的无形资产需要满足两个条件：

（1）该资产产生的经济利益很可能流入企业；

（2）该资产的成本能够可靠地计量。

会计科目上的土地使用权，是可能升值而变为隐蔽资产的，这与固定资产中的房地产并无二异。实际上房地产中包含房产和地产，房产是地产上的附着物，真正升值的是地产而非房产。

企业还有一些无形的资产，是没有记入会计报表的，因为无法计量成本。最典型的就是品牌的溢价能力，平时花费在品牌上的销售费用，已经在各期被当作成本给开销掉了。

除此之外，还有一些特许经营权，也无法记入资产负债表，但它们的价值是真实存在的。

重置成本

有时企业为了获取业务，不可避免地需要开支。这些开支作为成本已经被开销掉，不包含在资产负债表中。但是如果一个新的企业要建立同样的业务规模，就必须要重新花费这些开支。

例如，互联网公司为了开拓客户，花费了1个亿的营销成本，共开拓1000万个客户，则单个客户的获取成本为10元。这1个亿，原本可能在资产负债表上是货币资金，但花出去之后，作为成本已经流出资产

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

负债表。如果另一家新开设的互联网公司要达到这种规模，也必须开销掉一大笔营销费用。类似于这种重置成本，平时并不会引起人们的关注，通常在并购案中才会显现出价值。

存货

除了前面说的房地产之外，一些企业的存货中还可能包含贵金属、原油等大宗商品。这些商品的价格也可能随市场而波动。如果市场价格大于企业的购置成本，就会形成隐蔽资产。

存货作为生产资料，通常满足生产需要即可，存量较少。即使形成隐蔽资产，影响也不大。只有对于周转率较慢，存货在资产负债表中占比较大的企业，这种类型的隐蔽资产才值得考虑，如房地产开发商、造船厂等。

隐蔽资产的价值

只要投资者掌握的信息足够多，完全有可能找出隐蔽资产的市场价值。其中最容易的应该是持有其他上市公司的股权。在报表中找到持股量，再乘以现在的股价，就能得出市场价格。又如，如果知道上市公司所持房地产的位置及面积，通过一些房地产门户网站也很容易找出周边类似房地产的市场报价。

那么，在得到这些隐蔽资产的市场价值后，该怎么指导我们的投资呢？

尽管隐蔽资产非常诱人，有时投资者发现隐蔽资产后，高兴得就像发现了兔子洞一样！非常遗憾，隐蔽资产的市场价值对于普通投资者来说，指导意义并没有想象中的那么大，有时还会掉入价值陷阱。主要原因有：

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

（1）隐蔽资产所能带来的收益，已经被囊括在上市公司的净利润之中。而不能产生收益的隐蔽资产，对投资来说实际属于无效资产。

例如：一家15倍PE的上市公司，持有某经营性投资商业地产，账面价值2500万元，市场价值1亿元，每年的租金收入为250万元。

那么，成本价静态租金回报率为10%，成本价售租比（年化，下同。相当于市盈率）为10倍。

市价静态租金回报率为2.5%，市价售租比为40倍。

相对于成本价来说，10倍的售租比低于上市公司的市盈率，这个商业地产属于相对高效资产。相对于市场价来说，40倍的售租比远高出上市公司的市盈率，属于低效资产。

这块商业地产的租金收入，已经被计算在上市公司的营业收入之中，是PE的E中的一部分，已经被纳入估值考虑的范围，如果重新考虑市场价，相当于重复计算。

如果持有的“隐蔽资产”是股票，道理也是一样的。所持股票对应的利润，已经计入上市公司的报表——尽管不同的会计规则，得到的结果会有差异。投资者同样可以按上例，用上市公司所持股票的成本价PE和市价PE套入比较。

回报能力较弱的低效资产或无效资产，本身市场就已经给出了高估的价格。如果再按市场价来估值，等于将资产的高估值转移到所投资的股票上。

（2）如何兑现低效资产的价值？

兑现低效资产的价值，有两条主要途径：一种是将低效资产按市价出售；另一种则是将持有低效资产的子公司整体出售——收购方会

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

在收购时给出报价——相当于间接出售了低效资产。

除非买下或控股这家上市公司，否则你无法主动去处置这些低效或无效资产。而管理层或大股东，大部分情况下没有很高的资产处理热情（更何况某些资产还可能已经成为贷款的抵押物）。如果出售迟迟未能实现，那么“隐蔽资产”的意义只能用盈利回报来估量。

（3）如果普通投资者无法处置这笔资产，那么就必须从盈利回报去考量公司。如果恰恰不幸遇到公司基本面在走下坡路，那么这笔隐蔽的“财富”也会慢慢地被消耗殆尽。这是一个很常见的价值陷阱。

（4）公司的股价并不一定和隐蔽资产的价格同步变化。两者在各自的市场接受报价。如上例中，市价1亿元的商业地产，可能一年后升值10%，但上市公司的股价却可能下跌10%。即使上市公司持有的隐蔽资产是其他上市公司的股票，也可能发生这种情况。

（5）需要知道，作为公司持有的资产，如果变卖能够取得利润，还必须缴纳25%的企业所得税。如上例中，卖出商业地产后税前获利7500万元，须交企业所得税1875万元。所以计算隐蔽资产的市场价值时，应当考虑税收因素。

此外，一些资产出售还需要缴纳其他的税费，如营业税、契税、印花税等。

（6）市场有时会炒作“影子股”。所谓影子股，即持有某一类资产的上市公司，这类资产可能“隐蔽”，也可能并不“隐蔽”，但只要市场起“风”了，只要沾染一点相关的概念，也能够鸡犬升天。

如市场炒作P2P金融概念，那么凡是持有P2P公司股权的上市公司都会随之起舞。又或者某段时间券商股集体暴涨，那么持有券商股份的上市公司，也可能因为影子股的概念而随之上扬。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

隐蔽资产型股票可能因为影子股概念而股价上涨，但很难说清楚这算是“市场价值发现”，还是“等风来”。但毫无疑问的是，此时命运已经交给市场，并不是投资者主动的投资。

母公司股价打折

如果上市公司持有的资产发生了增值，但已经通过公允价值进行调整，那么这种资产已经不构成隐蔽资产（很明显已经浮出水面了）。

公允价值调整后的资产，其账面价值往往是按照市场交易价格，或者以评估报告为基础进行估值。前者的公允价格会受市场影响而大幅波动，后者的评估报告则可能遭遇不负责任的评估。

上市的母公司持有较多按公允价值调整后的投资性地产或股票，并且上市公司的股价大幅低于账面每股净资产。这种情况在目前A股市场比较少见（不排除以后会出现），但在港股市场却十分普遍。

与隐蔽资产型类似，所持资产的盈利能力已经体现在母公司的报表中；如果不能卖出所持资产，那么只能以盈利能力来估值；变卖资产时需要注意税收问题。

例如，港股某只基金（没有对外募集资产，只有自持的资产）常年按0.5 PB左右的价格交易。其持有的上市公司股票的市值，就已经约等于基金本身的市值，此外基金还有一大堆未上市的企业，这部分资产等于白送。那么问题来了，这个资产价格这么明显摆在这里，很明显价值低估，为何常年按照0.5 PB的价格交易呢？

这只基金虽然持有的资产价值远超自身的市值。但是假设这只基金分红很少，而且由于激励机制不同，基金管理人并不愿意卖出所持的资产，那么基金持有的这些资产价值如何，与投资者又有什么关系

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

呢？假设基金管理人按照市值的增值幅度计提奖金，那么基金管理人会愿意多分红以减少基金规模吗？这就是管理人和持有人的矛盾。

与之类似的，许多港股地产股以低于每股净资产的价格交易，因为他们有较多的按公允价值重估的商业地产。这些商业地产按公允价值估值后，市价售租比通常在25倍至40倍之间。上市公司或许可以在房地产市场上按照这个公允价值进行套现，但这个套现对于普通的持股人来说却无法实现。如果股票市场不认可这些商业地产的市价回报率，那么股价相对于每股净资产打折就会出现。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第三节 估值摇摆和价值回归

什么是估值摇摆？估值为何会摇摆？估值摇摆有哪七个要点？个股和市场整体的估值摇摆有何不同？

什么是价值回归？价值为何会回归？如何看待价值中枢？

本节以PE法为基础，通过估值摇摆和价值回归，讲述我的估值体系。本节中提到的“估值”均指PE。

市场的估值摇摆

PE=股价/每股收益，也就是市盈率。如果未来的每股收益不发生变化，那么PE也就是收回初始投资额所需要的年数（不考虑资金的时间价值）。如PE=10，且企业未来的盈利能力（每股收益）保持不变，那么收回初始投资额需要10年。

PE估值是价值投资体系里最常用的估值方法，在之前讲过的四种投资类型中，除了困境反转型以外都适用PE估值法，也都可以套用估值摇摆和价值回归理论。净利润增长率的波动越小，用PE法估值就越可靠。

在成熟的证券市场，市场整体的PE值受到投资者情绪等因素的影响，时高时低。但总体而言，是在极高值和极低值之间摇摆，且越接近估值中枢区域，出现的概率越高；越靠近两个估值极端，出现的概率越低。

关于估值摇摆有几个要点需要投资者注意：

（1）市场估值中枢的位置是变动的，受到市场的整体盈利能力（宏观经济条件）、市场无风险利率、风险程度等因素的影响。但估

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

值中枢的变动幅度远小于估值摇摆的幅度。也就是说，更大程度是估值在摇摆，而不是估值中枢在摇摆。

（2）如果市场是完全有效的，如果只有投资需求而没有投机需求，如果投资者不受情绪影响，那么最终股指的运行轨迹就是沿着估值中枢的变化推进，丝毫没有摇摆。正是因为以上三个“如果”不能成立，才造成了估值摇摆。

（3）物极必反，月盈则亏。市场不会一直低估，也不会一直高估。在估值中枢之上，市场的估值开始慢慢走高，直至达到极值而折返。同样，在估值中枢之下，市场的估值开始慢慢走低，直至达到极值而折返。市场的情绪不可能一直乐观或者一直悲观，总有一天会“乐极生悲”或“悲极生乐”。我们无法预测市场会乐观到怎样的疯狂，也无法预测市场会悲观到怎样的恐惧，但是可以肯定的是，总有一天会折返，并且总有一天会触及并跨过估值中枢线。

（4）两个极端值距离估值中枢的距离并不对等，而且上下估值的极值没有固定边界，每次的情况都会不一样。假设市场整体的估值中枢是15倍PE，这并不意味着市场会在10至20倍PE之间，或5 PE和25 PE之间波动。市场估值极值可能这一次是在10至70倍PE之间摇摆，而下一次却又是在5至20倍PE之间摇摆。

（5）投资者需要注意“概率”一词的含义。概率是事件发生的可能性，但不是事件发生的必然性。如我们抛硬币，正反面出现的概率均为50%，但这并不说明硬币就会正、反、反、正、正、正、反、反……这样按各50%的概率持续下去。

我们可能刚好连续抛10次都是正面。连续10次正面，在概率上也对应了某个连续10次的反面，只是在我们抛硬币的过程中，这个连续10次反面的情况不一定会被我们抛出来——除非抛硬币的次数是无穷多次。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

这有点像洪水。我们说的百年一遇的特大洪水，可能五年内就发生了三次，也可能往后的三百年一次都没有。

每一次抛硬币，都是一个偶然事件，无穷多个偶然事件在一起才组成概率。但对于有限多个偶然事件，任意的组合情况都是有可能出现的。我们抛10次硬币，在抛之前，5个正面5个反面的可能性是最大的，会比6:4、7:3等任意一个组合的可能性都大。但是一旦10次硬币抛完，结果就已成结果，它可能是任意一种组合。

（6）股指估值的历史统计数据基本没有指导意义。就如同抛硬币，每一次抛都是全新的一次，都是正反面概率各50%的偶然事件。A股的历史数据只有二十余年，相对于无穷大来说，这个时间微不足道，不具有统计意义。就好像前面二十年都没发过洪水，但是最近三年每年都发洪水。

（7）在不成熟的市场，或者容量较小的市场，很可能出现估值长期高于估值中枢，或者长期低于估值中枢的情况。这种情况出现的原因主要有：股票供求长期失衡、市场严重无效、投机需求占比过大。

个股的估值摇摆

在市场的估值摇摆的同时，个股也随之摇摆。不同之处在于，个股摇摆可能比市场整体快，也可能比市场整体慢。大部分个股的估值摇摆与市场同方向，但也有时方向相反。

尽管个股与市场的摇摆不完全同步，但当市场处于估值中枢以下时，个股处于估值中枢以下的比例也会更大。市场其实就是所有个股的平均水平。

同样，不同的个股具有各自不同的估值中枢（PE），可能比市场整体高，也可能比市场整体低。个股的盈利增长率越高，盈利增长性越确定，那么个股的估值中枢也越高。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

市场整体的估值中枢变动不大，主要的波动是估值摇摆。但个股的估值中枢却可能发生较大的变化，这个变化是由个股的盈利能力变化造成的。因为市场整体估值中枢是很多个体叠加而来，变好的情况和变差的情况相互抵消，使得市场整体的估值中枢更加稳定。

市场整体的估值中枢与宏观经济的相关性较大，个股的估值中枢与企业经营情况的相关性较大。

价值回归

价值回归是针对个股来说的。本节讲述的价值回归，不适用于未来前景暗淡正在走下坡路的个股，也不适用于强周期股和困境反转型，它更适用于稳定价值型、价值成长型、高速成长型。这三种类型的共同特点，就是虽然利润增长率有所波动，但长期来说是向好的方面发展的。

每一只股票都有其内在价值，股票的价格围绕其内在价值波动。股票的价格在大部分时间都不等于其内在价值，要么高估，要么低估。但股票不可能永远处于高估或者低估的一端。当股票处于低估的一端时，有两种力量促使其价值回归（低估端的价值回归就是股价上升）：

（1）个股的估值摇摆。与市场整体的估值摇摆一样，个股的估值不可能一直处在低估或高估的状态，总有一天会折返，触及并跨过估值中枢线。

（2）不断推进中的、既成事实的盈利增长。股价反映的是市场对未来的预期。虽然一部分投资者认为个股的“价值低估”，但在整个市场交易者的眼中并不低估，市场认为未来会更糟糕（市场交易者还有其他更悲观的投资者、投机者）。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

这个对未来的预期，不断地被时间砌筑。我们站在今天，不知道未来两年后会怎样。但等到两年过去后，我们会知道两年前的那个预期是否正确。

一方面，只要盈利能力增长，时间会改变悲观的预期。另一方面，如果股价不变，那么随着个股盈利能力（每股收益）的增长，静态PE会不断降低，这会加速其触碰低估极值，而后折返。

关于估值中枢

我们不可能找到市场准确的估值中枢，也不可能找到个股准确的估值中枢。就好比对于165厘米高的男子来说，“体重中枢”在哪里？到底59公斤算瘦呢，还是61公斤算胖？我们不清楚。

但是我们都会对估值中枢有一个大致的感觉，就好比对一个人的胖瘦有一个大致感觉一样。如果这名165厘米的男子体重100公斤，那么一眼就能看出他是个胖子，完全不需要称重。

同样的道理，我们也不可能找到市场和个股的高估极值和低估极值。作为投资者，我们必须首先承认自己无法预测市场走势。

投资要做的，就是找到一眼就能辨识的“胖子”（留有安全边际）。这个安全边际留得越多，投资成功的概率也就越大。但与之相对应，越低的估值越难等到，能够成交的概率也越小。

安全边际就好比：要找到稍胖的胖子比较容易，但可能看错，因为他可能不算胖。超级大胖子很难找，但是找到就不容易看错。[1]

[1]这个比喻只为方便读者理解，并无歧视，笔者也是胖子。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第四节　价值回归试算表

如何通过估值摇摆和价值回归原理，构建自己的价值回归试算表？价值回归试算表对投资有何指导意义？

如何确定估值锚？如何处理预期收益率与价值回归试算表的关系？如何进行系数调整？

哪些投资类型不适合使用价值回归试算表？

本节通过价值回归试算表，将估值摇摆和价值回归具象化。投资者可以根据自己的风险偏好和预期收益率，自行调整和套用其中的参数。

关于价值回归试算表

价值回归试算表并不是什么新的估值方法，它只是众多估值方法的一个补充。价值回归试算表的本意不在于测量这只股票是高估还是低估，而在于投资者估算实现自己的预期投资收益率的概率如何，是不是大概率事件。除此之外，它还可以帮助投资者估计股票的期限，用以指导个人进行资产负债的期限配对。

价值回归试算表更适用于稳定价值型、价值成长型、高速成长型的股票。对于未来前景暗淡正在走下坡路的个股、强周期股和困境反转型个股，它的参考价值不大。

估值锚

估值中枢很难确定，但是我们可以找到一个估值锚来代替。

确定估值锚，有助于投资者克服“锚定心理”的影响——盈利能力不变的情况下，某只股票从40倍PE的估值跌到20倍PE，人们会觉得

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

很便宜；但同样还是这只股票，从5 PE涨到10 PE，人们反而会觉得很贵。

估值锚就是可以让投资者参考的一个市盈率。估值锚的确定，没有固定的方法，投资者可以根据自己的风险偏好去设定。估值锚的PE越高，则可以筛选出来的价值低估股票也越多，但胜率也同时降低。估值锚以稳定价值型股票作为参考来确定比较合理。一般保持在9 PE至13 PE之间会比较合适。

前面我们提到，稳定价值型也可称作“高息债券型”。所以估值锚可以用高息债券收益率的倒数来确定，具体方法如下：

机构户无利息税，而个人投资者也可以在派息前卖出以避税，故债券的收益率不考虑利息税。由于债券投资为固定收益类投资，其投资需求远大于投机需求（少量超高收益的垃圾债除外），因此债券投资的理性程度较高，投资者可以参考交易所的高息债券到期收益率。

可以参考二至三年期限的几只债券：13陕东岭（124130）、12远洲控（124038）、13翔宇债（124273）。它们的债券评级均在AA级以上，并且带有抵押担保，到期年化收益率位于9.2%至9.6%之间（2015年3月下旬的价格），其倒数分别为10.86和10.41。那么10.6倍PE左右可以作为估值中枢的一个参考。

除此之外，还可以用股票整体市场的长期平均ROE的倒数作为估值锚。这个数据不好找，在中登公司的研究报告中会有部分年度、部分指数的样本股平均ROE数据（也可以用指数的历史PE、PB计算出平均ROE）。因为许多指数在选择样本股时会将亏损股票剔除，故一些指数的ROE数据会偏高。

如果觉得麻烦，那么简单地将这个估值锚取值为10即可。

价值回归试算表

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

利用价值回归的两种力量，可以得到一张很简单的价值回归试算表。这张表对于稳定价值型和价值成长型股票的适用性更好，高速成长型股票出现偏差的可能性会比较大，这是因为高速成长型企业的业绩不确定性更高。

估值锚设为10倍PE，投资预期收益率为26%，预估未来上市公司的盈利平均增长率为20%。

模型构建的时间选择5年，是综合多方面考虑的结果。主要原因有三点：一是越远的未来，不确定性越高，超过5年的业绩预估已经没有意义；二是个股估值持续低于估值中枢的时间，超过5年的概率不大；三是前面的章节提过，5年内用不到的资金才投入股市。

表 3-1　价值回归试算表（情况一）　　单位：倍（市盈率）

买入参考值	估值锚（今年，年初）	第 1 年末	第 2 年末	第 3 年末	第 4 年末	第 5 年末
7.84	10.00	12.00	14.40	17.28	20.74	24.88

买入参考值的计算方法：

$$买入参考值=\frac{(1+预估盈利增长率)^5}{(1+预期投资回报率)^5}\times估值锚$$

买入一只股票后，预估最长需要多少时间，才能达到投资者的预期收益率？这个预估的时间，可以算作买入一只股票后最低需要持有的期限，用于资产负债表的期限配对。

假设条件：除非超长期的经济萧条，否则5年之内，价值成长型和高速成长型的市盈率，至少一次上穿估值锚。我们将5年内上穿估值锚定义为大概率事件。由于价值成长型和高速成长型的业绩增长率更高，它们的估值中枢会高于这个估值锚，所以达到投资预期的概率更大。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

首先，这是一个非常保守的模型。估值越保守，获胜的概率也越大，但可以抓住的机会也越少。其次，并非是说市盈率低于买入参考值，才值得买入。价值回归试算表的本意不在于测量这只股票是高估还是低估，而在于投资者估算实现自己的预期投资收益率的概率如何。在买入参考值之下买进，可以使“达到投资预期收益率”这件事成为大概率事件。

根据表3-1，以下几点意见可供投资者参考：

（1）买入参考值的含义：如果以7.84倍PE买入这家上市公司，那么假设5年后这只股票的市盈率回到估值锚，则刚好可以实现投资者26%的预期收益率。

（2）以参考值对应的估值买入，如果在5年内的任意时间节点提前上穿[1]估值锚，那么期间的投资复合收益率会大于26%（预期收益率）。

（3）以参考值对应的估值买入，如果第5年末的市盈率大于估值锚，则投资复合收益率会大于26%。届时能达到的市盈率越高，投资复合收益率也越高。

（4）以参考值对应的估值买入，如果这家上市公司的业绩增长率高于20%（预期增长率），那么投资者的回报率可能高于预期。如果业绩增长率低于20%，则回报率可能低于预期。

（5）如果买入市盈率低于参考值7.84倍，那么胜率会更高，且越低胜率越高。

在价值回归试算表的后端，还有一串数字，分别对应第一年末12；第二年末14.4……这一串数字的参考意义为：

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

如果今天以17.28倍PE的价格买入，之后股市进入下跌熊市，使得账面出现浮亏。那么在估值锚的位置，要使得账面盈亏平衡，需要用3年的业绩增长来实现。

表3-1中第5年末对应的数字24.88倍，可以近似看作需要非常谨慎的一个位置。因为如果超过这个市盈率，那么未来5年要达到投资预期收益率26%的可能性就比较小——因为未来5年发生向下靠近估值锚的概率比较大。[2]

假设预期复合投资收益率15%，预估上市公司业绩增长率为25%，代入表格后得出表3-2：

表 3-2 价值回归试算表（情况二） 单位：倍（市盈率）

买入参考值	估值锚（今年，年初）	第 1 年末	第 2 年末	第 3 年末	第 4 年末	第 5 年末
15.17	10.00	12.50	15.63	19.53	24.41	30.52

由表3-2可以看出，预期投资收益率越低，或者股票的盈利增长率越高，那么对估值（市盈率）的可接受程度也越高。

如果业绩增长能达到25%，那么即使15倍PE买进，也能使“达到15%的预期复合收益率”成为大概率事件。

系数调整

前面提到，价值成长型股票的估值中枢会高于估值锚，而高速成长型的估值中枢则更高。如果估值体系过于保守，就不得不失去一些机会。

在此基础上，对于预估增速超过30%的高速成长型股票，可以用系数调整的办法，提高对市盈率的容忍度。比较简单的方法就是在原来估值锚的基础上，乘以一个成长系数，形成新的估值锚。成长性越

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

高，成长的确定性越高，那么对应的成长系数也越高。成长性系数大于1。

例如，对于预估增长30%，且增长确定性很高的企业，给予1.3倍的成长系数。预期投资复合收益率为26%，那么得出表3-3：

表 3-3　价值回归试算表（情况三）　　单位：倍（市盈率）

买入参考值	估值锚（今年，年初）	第 1 年末	第 2 年末	第 3 年末	第 4 年末	第 5 年末
15.20	13.00	16.90	21.97	28.56	37.13	48.27

还有一些企业，虽然长期来看前景光明，业绩处于上升通道，但由于经营并不稳定（今年业绩增长40%，明年反而倒退10%），这时就需要在估值锚的基础上，增加一个业绩波动（不确定性）系数。

业绩波动系数的取值是小于1的。不确定性程度越高，那么业绩波动系数的取值越小。如果波动系数低到一定程度，你会发现这家上市公司在大多数时间都不值得你买入。

成长性系数和业绩波动系数取值的主观性很强，需要投资者不断地去总结。通常成长性高的企业，不确定性也高，因为资本趋利的本质会加速这个领域的竞争程度。如果成长性高的企业，拥有较强的竞争优势，能将对手阻挡在门外，那么它的成长质量和确定性会更高，但通常此时却又不便宜——价格过高本身也是一种风险。

关于业绩增长预估

投资者可以根据自己的实际情况，去调整价值回归试算表的各项数值。唯独最难把握的就是上市公司的盈利增长率预估。

预估上市公司的未来业绩，是一件非常复杂的系统工程，需要对行业、公司自身、竞争对手、上下游关系、消费者喜好甚至于宏观经济等各个因素进行非常深入的剖析，再对各项财务数据进行分解、重

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

组和预判。迄今为止没有任何方法和公式，直接使用就能得出企业的未来业绩预估。

最终的业绩预估，还需要主观地处理所有资料，给出的结果也是投资者主观的判断。即便如此，也未必能够预估准确。所以，建议投资者对企业未来业绩的预估模糊化。模糊的正确远胜于精确的错误。我们将关注的重点放在企业的竞争优势，对于估值的预判，只需要找出大致会落在哪个区间即可。实际上一家上市公司的业绩，不会按照固定的速度增长，一般是上下有所波动，甚至有些年度还会倒退。价值回归试算表中的业绩预估增速，就是这个模糊的预估区间。

后面的章节还会继续阐述企业的竞争优势，以及业绩增长的几种来源及其对应的可持续性。

[1]仅适用于盈利增长率低于预期投资回报率的情况。

[2]价值成长型和高速成长型股票的估值中枢高于这里设定的估值锚，所以此处算出来的24.88倍PE是偏保守的。实际上，股票的成长性越高，成长的确定性越高，那么对PE估值的容忍度也相应越高。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第四章　千挑万选

第一节　“万佛朝宗”的ROE

为什么说ROE是上市公司的“总成绩单”？什么是期初ROE，什么又是加权ROE？它们之间有何区别和联系？

投资者如何通过ROE分辨“虚胖”的高成长？

提高ROE的方法有哪些？ROE的合理区间又是多少？对于过高的ROE，投资者要注意哪些问题？

什么是ROE

ROE，即净资产收益率。订/阅/V/信/whair004

对于一门生意来说，这个指标是所有指标里最重要的。净资产收益率，也就是这门生意所投入的资本的回报率。如果打开一张杜邦分析表，你可以看到诸如减少成本、加快周转率、控制权益杠杆、提高销售额等途径，最终的目标都是为了提高ROE。

对于股票来说，ROE是上市公司一切经营的总成绩单。就好像大学功课，任何一门功课打了低分，都会拉低总成绩。任何一门功课没有最终通过，都可能毕不了业。最终上市公司的所有经营业绩，都会打印在ROE这张结业证书里。

加权ROE与“期初ROE”

我们经常能听到ROE，却很少听到“期初ROE”这个词。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

各家上市公司的年报，都会披露当年的净资产收益率情况。但是这个净资产收益率，实际应当叫作“年度加权平均净资产收益率”。我们经常说的ROE，指的就是这个加权ROE。

我们先假设在没有再融资的情况下，来看看加权ROE和期初ROE的区别。加权ROE的计算方式为：

加权ROE=当年净利润÷当年加权平均股东权益×100%

这里的加权平均股东权益，或者叫加权平均净资产，指的是将全年分作365天，每天的股东权益全部加起来，再除以365天后得出来的。

如果上市公司当年实现正的ROE，并且分红率低于ROE的话，那么这个当年加权平均股东权益大于年初时的股东权益。原因就在于一年之中，企业不断赚取的利润，逐步抬高了股东权益，抬高了分母。

而期初ROE则更能反映从年初开始，经过一年时间的持有，资本所能获得的回报：

期初ROE=当年净利润÷年初股东权益×100%

加权ROE或者期初ROE越高，那么两者之间的差距也越大。投资者千万别小看这一点点的差距。

例一：假设30亿元净利润，且30亿元的净利润是在365天中均匀实现的。年初股东权益为100亿元，全年不分红，那么：

期初ROE=30÷100×100%=30%

加权ROE=30÷[（100+130）÷2]×100%=26.09%

两者差距约4个百分点。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

例二：假设10亿元净利润，且10亿元的净利润是在365天中均匀实现的。年初股东权益为100亿元，全年不分红，那么：

期初ROE=10÷100×100%=10%

加权ROE=10÷[（100+110）÷2]×100%=9.52%

两者差距约0.48个百分点。

当然，也有期初ROE小于加权ROE的情况。比如上市公司当年的ROE为负数，或者当年分红率高于ROE——这是可能发生的，分红是针对上一年度的利润分红，当年的利润情况可能不及上年。而且分红还可以分配权益表上累积的未分配利润。

如果上市公司当年有再融资的情况，那么还需要根据再融资的实际情况，对加权ROE进行修正。因为加权ROE会加入再融资的股东权益，而再融资的股东权益不一定在当年就产生收益。在后面的章节还会单独阐述这个问题，本节先假设都没有再融资的影响。

资本积累速度

期初ROE可以代表企业通过自身利润来积累资本的速度。如果在发展过程中，两家上市公司的期初ROE均不发生变化，那么期初ROE高的企业利润增速会更快。

同理，对于相同PE的股票来说，期初ROE高的积累资本的速度更快。例如，长期保持25%期初ROE的企业，约3.12年就可以将股本权益翻番，而长期保持10%期初ROE的企业则需要约7.3年！

从资本的角度来说，企业利润增长的来源主要有两种。[1]

一种主要是存量资本盈利能力的提高。这样的利润增长反映在期初ROE上，就是期初ROE的提高。如去年期初2%ROE的企业，如果净利润

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

增长50%，那么今年的期初ROE就约为3%。

另一种则来自留存利润的再投入。这时即使期初ROE的数值不改变，上市公司仍然能够保持利润增长。如去年期初20%ROE的企业，只要这相当于原股东权益20%左右的利润，在重新投入后能够发挥与原资本相同的作用，并获取等量的收益率，那么这家上市公司就能获得约20%的复合增长速度。

“虚胖”的高成长

前面我们提到过，ROE就是股权资本的回报率。股权资本回报率高的领域，外界资本觊觎也最多。除非企业有非常强劲的竞争优势，将竞争者及潜在竞争者阻挡在外，否则高ROE难以长期保持。

有时候，投资者能看到一个极低ROE的“高成长”企业。它们的ROE从2%，甚至更低的水平开始，逐步上升。与此同时，净利润也连年增长，最终可以增长七八倍。但当ROE达到15%以上时，就很难继续提升ROE。因为企业并没有这么强劲的竞争优势能够阻挡竞争者及潜在竞争者。相信我，ROE长期高于20%水平的企业，是股市中的大熊猫。

像这样的高成长，主要原因是初始资本的回报效率太低。后期经营改善，提高了资本的回报率，也带来了可观的利润增长。但是，这种高成长却并不健康，可持续性也不强。但不少投资者却为此付出了100倍以上市盈率，5倍PB以上的高价格。

ROE从极低的水平开始抬升，由于早期的ROE低，因此利润增速主要是原有资本获利能力提高带来的，利润滚存带来的增速微乎其微。如ROE从2%提升至3%，相当于利润增长了50%，但这50%中只有约2%是利润滚存带来的，约48%是原资本获利能力提高带来的。一旦资本获利能力无法继续改善和提高，高成长也就戛然而止。听起来有点尴尬——低ROE高PE的高速增长企业（非周期），相当于参加长跑，起跑线落后

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

别人20公里，虽然前面跑得快，但还没到达别人的起跑线，就跑不动了。

ROE摊低

与此同时，如果留存利润不能达到原资本的获利能力，那么就会拉低期初ROE。

例如：某上市公司经营一个生产项目，期初资本回报率（ROE）为20%，并且非常稳定。第一年时，这家上市公司的期初股东权益为100亿元。如果上市公司没有分红，将第一年的利润20亿元投入一个新的项目，但是新项目的资本回报率只有5%，那么后期的期初ROE就会被新项目摊低。

此时第二年的期初股东权益为120亿元，第二年的净利润为（20+20×5%）=21亿元。

第二年的期初ROE=21÷120×100%=17.5%，低于之前20%的期初ROE。

提高ROE的方法

两家上市公司，如果分红率相差不大，那么ROE高的企业，期初ROE也会更高。后文中不再单独区分ROE和期初ROE。

打开一张杜邦分析表，我们就能看到提高ROE的方法。投资者可以通过对比同行业的几家公司，找出某家上市公司的短板。如果上市公司的管理层也意识到了这些短板，并付出努力改善，那么结果是值得投资者期待的。

最重要的是，ROE提高的同时也意味着净利润的增长。

企业提高ROE的方法无外乎三点：

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

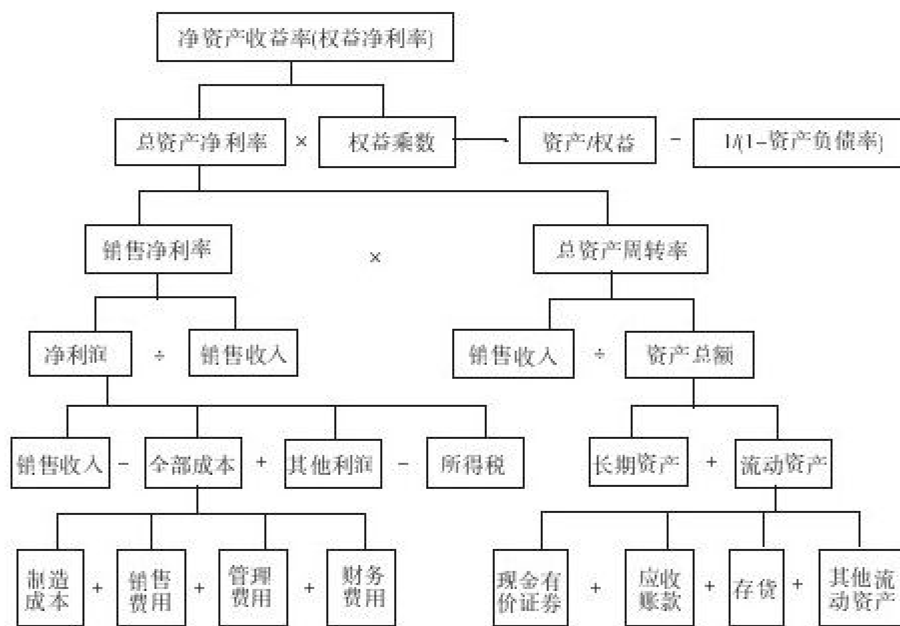


图4-1 净资产收益率分解

（1）缩减成本，如制造费用、销售费用、管理费用、财务费用等；

（2）增加销售收入；

（3）增加负债，加杠杆。

在此基础上，还可以引申出许多方法，如提高利润率和加快周转率，但其实也都可以归入以上三条。

需要注意的是，整个杜邦分析表是牵一发动全身的系统工程。如在加杠杆的同时，由于债务增加，也会增加财务费用。如果总资本的税前回报率低于债务的利率，则加杠杆反而会拉低ROE。又如，企业通过降价来增加销售收入，虽然总的销售收入提高了，周转率也提高了，但利润率却可能变低，也未必能提高ROE。

ROE的合理区间

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

投资者可以在中证指数有限公司的官网，查到一些指数对应的PE、PB，并用以下公式来近似算出整体指数的ROE：

ROE≈（PB/PE）×100%

PE和PB的取值，会影响ROE的计算结果。如用静态PE和年初PB计算出来的就是期初ROE。几个常见指数的ROE均在13%以上，有兴趣的读者可以自行计算。

建议投资者重点关注ROE高于15%的上市公司，最佳区间应当是15%～25%，超过20%ROE的上市公司已经非常难得。如果ROE低于10%，那么这家上市公司的净资本回报率就处于平均线以下。如果ROE高于30%，那么必须要探明这家上市公司究竟有何竞争优势，是否能够长期保持如此高的ROE。

ROE低于10%应注意

并非上市公司的ROE低于10%，这只股票就不值得关注了。有时ROE低于10%，并不是企业的真实盈利能力的体现。如果未来利润可以增长，那么ROE也会随之提高。主要的扭曲原因有：

（1）处于周期性行业低谷，并将要回升至景气周期；

（2）因股东权益的变动而被摊薄（增发、配售等）；

（3）部分项目正在筹建，尚未投产，无法产生收益。

ROE高于30%时应注意

当ROE大于30%时，上市公司已经交出了令人惊艳的成绩单。但是有时分数太高，反而让人怀疑。事实上，ROE长期大于30%的上市公司凤毛麟角。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

一些企业的高ROE只是短期现象，是某一个经营年度表现突出或者其他非经常性损益的结果。如果后期ROE降低，那么意味着利润增速降低，甚至出现负增长。

如果上市公司ROE较高，投资者除了找出竞争优势以外，还应注意以下几种情况，它们都有可能造成ROE虚高。

（1）行业。是否因为处于垄断行业而取得如此大的净资产收益率？而这种垄断属于哪种类型？是否有可能面临政策监管的风险？特别是一些与通胀有关的行业。

（2）负债率。财务杠杆会放大收益和亏损。过高负债率有时将企业推上山顶，有时又将企业推入谷底。过高杠杆使得公司的业绩更容易波动，不能真实反映公司的盈利能力。投资者必须通过比较同行业中其他企业的负债率情况进行综合分析（不同的行业具有不同的杠杆率，杠杆率的高低主要是同行业内的公司进行横向比较）。

（3）一次性收益。企业有很多种途径可以获得一次性收益，但这种一次性收益是不可持续的，并不代表企业的盈利能力。主要的一次性收益有投资收益、出售资产、政府补贴、公允价值变动等。

（4）资产账面价值低估，使得资产的账面价值与实际价值偏离。这样ROE公式中的分母（净资产）就低了，从而拉高了ROE的数值，出现这种情况的通常是一些资本型企业，如房地产、高速公路、机场、港口等。需要注意，此类高ROE企业，利润再投入时往往不能达到原回报水平，因为资产的重置成本已经上升。如果上市公司少分红，那么ROE会逐渐被留存利润摊低。

（5）会计折旧方法。企业在以前时间里过度加速折旧，使得目前的账面资产价值与实际严重不符，等于把以前的收益留到现在来用。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

（6）费用资本化。企业过多地将一些财务费用资本化，如计入在建工程；或者将研发经费资本化，如计入非流动资产。这样会减少当期的成本，从而推高企业的当期利润。但这样的业绩是不可持续的，往后年度的利润会相应减少，因为折旧和分摊会偏多。

（7）强周期性行业。周期性行业里的公司，在行业景气鼎盛时期，ROE会非常高，如2007年的造船业、航运业，许多企业的ROE都超过30%。但一旦进入衰退周期，企业的ROE也随之一落千丈，甚至亏损。如果周期股掉头向下进入萧条时期，投资者可能遭遇戴维斯双杀。

（8）财务技巧或财务造假。上市公司可以通过合理的会计手段，推迟或提前确认利润，使得某些年度的利润特别多，从而推高ROE。此外，上市公司也可能存在一些与大股东之间的利益输送，甚至财务造假。这些手段推高的ROE，都是无法长期持续的。

[1]暂不考虑再融资的情况。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第二节　如何初筛价值型和困境反转型股票

如何在众多股票之中，初步筛选出值得研究的价值型和困境反转型股票？

如何看待公式ROE≈（PB/PE）×100%？为何要对其进行系数调整？

初步筛选之后，还需做哪些后续工作？如果初步筛选后没有结果，怎么办？

自审

在筛选股票前，先要了解自己是属于哪一种类型的投资者。前面的章节已经介绍了按照流动性、不确定性（安全性）、收益性的不同而分类的三种投资等级。而在第三等级的股票投资中，又分作稳定价值型、价值成长型、高速成长型、困境反转型四种不同风格的价值投资类型。

投资者在了解自身的资产负债表和现金流量表后，可以根据资金的期限安排每一等级的投资比例（仓位）。而在第三等级的股票中，根据自己的投资能力，以及预期投资收益率和对不确定性的承受能力，安排在四种不同风格价值投资类型中的投资比例。

如果投资者确定自己有意于投资稳定价值型、价值成长型、困境反转型这三种类型中的一种，那么可以试试本节的方法来进行股票的初步筛选。

ROE与PE、PB

上一节我们提到，ROE是企业的总成绩单。但ROE有一个缺点，就是这个总成绩单不包括“股价”。物终有价，质素再好的公司，如果

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

价格高了，也不是一笔好的投资。这就好比大学毕业生即使拿了再好的毕业成绩单，但人力资源经理也不会给他开出比CEO还高的薪资。

如何在ROE这个总成绩单上引入股价的因素呢？我们还是利用ROE≈（PB/PE）×100%这个简单的公式，同步考虑PE和PB，用PE和PB进行叠加筛选。由于两者之间的相互牵引，会在一定程度上框出ROE的取值范围。

我们先来看看ROE≈（PB/PE）×100%这个公式：

$$ROE \approx \frac{PB}{PE} = \frac{\text{股价/每股净资产}}{\text{股价/每股收益}} \times 100\%$$

分子和分母都包含了“股价”这个因素，两者相除后抵消其实就是ROE。

首先来看PB。PB=股价/最近一个季报的每股净资产。

再来看PE（市盈率）。PE分作静态市盈率（LYR）、滚动市盈率（TTM）、动态市盈率。

其中动态市盈率=股票现价÷未来每股收益的预估。这个动态市盈率对每个人都不一样，因为每个人的预期不同。动态市盈率也无法作为炒股软件或财经网站的筛选指标。所以我们重点来看静态市盈率和滚动市盈率：

静态市盈率（LYR）=现在的股价÷上一年度每股收益

滚动市盈率（TTM）=现在的股价÷最近四个季度每股收益合计

公式ROE≈（PB/PE）×100%中，我们需要从PB里提取每股净资产，从PE里提取每股收益，用来构成ROE。但是PB和各种PE里的“每股净资产”和“每股收益”计算时间节点有所不同，会对计算结果有所

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

影响。在筛选时，一个重要的原则就是，PB中包含的“每股净资产”和PE中包含的“每股收益”尽量处在同一个业绩期。

如果选用静态市盈率（LYR），那么每股收益就是上一年度的每股收益，此时再选用“现在的股价/上一年度年初的每股净资产”替代PB并代入计算，即可得到上一年度的期初ROE。

但是很遗憾，并没有一个像“静态PB”类似的指标，PB都是以最新财务报表的每股净资产为基础计算的。如果上市公司每股净资产在期间有所增长，那么用静态市盈率LYR和PB代入等式，对应的是上一年度的每股收益和最新一个季度的每股净资产。因为每股净资产在增长，所以这样的计算方式会使得算出的ROE偏小。[1]且ROE越高，每股净资产积累也就越多，偏差也将越大。与此同时，随着时间的推移，偏差也会逐渐变大，如三季度的偏差会比一季度更大。因为静态市盈率都是采用上一年度的每股收益作基准，但两者的每股净资产却分别经历了1.25年和1.75年的积累。

既然使用LYR来计算上一年度的期初ROE偏差较大，那么建议在公式ROE≈（PB/PE）×100%中，使用滚动市盈率（TTM）和PB，并在此基础上增加一个调整系数，来计算最近四个季度的期初ROE。

滚动市盈率（TTM）中包含最近四个季度的每股收益，而PB则包含最近四个季度末尾时刻的每股净资产。所以通过二者计算，结果是最近四个季度的期末ROE。这个ROE会偏小，[2]我们通过调整系数将其转化为期初ROE。

例如：（PB/TTM）×100%≈10%，那么调整系数就是1.11。如果前者约等于20%，那么调整系数就是1.25。其余各档次相应调整。

最近四个季度的期初ROE≈（PB/TTM）×100%×调整系数。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

经过调整系数调整后，差距已经不大。但是需要注意，这里仍然是约等于而不是等于。因为具体的ROE计算，还牵涉分红因素、其他综合收益的影响。好在我们只是初步筛选股票，只要不影响筛选结果即可，我们并不需要真的通过PE和PB去计算股票的ROE。

PE和PB结合筛股

许多炒股软件或财经网站可以同时限定两种以上条件来筛选股票。我们同时采用PE和PB指标，就可以进行初步筛选。下面介绍一下PE+PB的筛股思路。

前后用过三次数据进行筛选，

第一次：TTM（滚动市盈率）≤12并且1≤PB≤2进行初筛；

第二次：PE≤15进行初筛；

第三次：PB≤1进行初筛。

第一次筛选

第一次筛选的结果会出现多种搭配，各种搭配都会牵制期初ROE的范围。其中，PB的筛选条件为1≤PB≤2，我们先来看两种情况：

当TTM=12，PB=1时，

期初ROE≈（1/12）×100%×调整系数≈8.33%×1.09≈9.08%

当TTM=12，PB=2时，

期初ROE≈（2/12）×100%×调整系数≈16.7%×1.20≈20.04%

以上两种情况，TTM都顶格至12倍PE。如果分母TTM（滚动市盈率）小于12时，此时会使公式“ROE≈（PB/TTM）×100%×调整系

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

数”的分母变小，因而计算所得ROE更大。所以，期初ROE的最小组合就是TTM=12，PB=1，此时期初ROE约为9.08%。如果同时限定TTM（滚动市盈率）≤12并且1≤PB≤2，那么也相当于限定了期初ROE在9.08%以上。

第一次筛选的结果，是重要的潜在投资标的。首先PE和PB的组合已经框定了期初ROE大于9%，即便在临界点上，PE=12和PB=1的组合，估值也不算过分；其次，PE小于12的选股要求，也使得筛选出来的市盈率落在10倍PE的估值锚附近；最后，组合中PB的最大取值为2倍，但此时对应的期初ROE约为20%以上，较高的市净率已经通过高ROE弥补（物有所值）。

第二次筛选

当第一次筛选结束后，得出的结果是最核心的部分，但也可能会有一些漏网之鱼。例如，PE=15，PB=3，此时通过计算可以得出期初ROE约为25%。如果这家公司的盈利增长稳定，且留存利润再投资的收益非常可观，那么不失为一个好的潜在投资标的。

用PE≤15再进行一次筛选，得出的结果数量会超过第一次。这时我们重点关注没有在第一次筛选中出现过的标的即可。如果想扩大研究范围，那么可以用静态市盈率和滚动市盈率分别筛选一次。

这一次筛选的结果，可能额外出现的研究标的主要有：

一类是PE位于12倍至15倍的高ROE的股票，这类标的里可能出现估值更高但成长性更好的股票；

一类是PE小于15但PB＜1的低ROE的股票，这类标的里可能出现困境反转型的股票。

第三次筛选

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第三次筛选用PB≤1进行，重点关注第一次、第二次筛选未出现的结果。它的典型特征是：

PE小于15倍甚至为负，PB≤1且ROE很低。

第三次筛选主要是在筛选结果里寻找困境反转型。

三次筛选的意义

第一次筛选的结果，是出现稳健价值型和价值成长型最多的，筛选出的标的估值处于合理或低估的状态，而且以低估为主。第二次筛选的结果，主要是找出第一次的漏网之鱼，一部分是更高估且更接近高速成长型的股票，另一部分则是困境反转型。第三次筛选的结果，相对前两次不那么重要，主要寻找遗漏的困境反转型。

每个人对投资的预期回报率不同、风险偏好也不同，因此对估值的容忍程度也不同。投资者可以根据自己的实际情况，调整以上的筛股参数。

但是要注意，选股条件越宽松，估值容忍度也越高，能选出的股票也越多；反之，选股条件越严谨，估值容忍度也越低，能选出的股票也越少。

如果三次筛选后，一只股票也没有出现。那么市场的整体估值已经偏高。三次筛选一只股票也没有，是什么概念呢？就是市场已经没有低于15倍PE的股票。

后续工作

经过一番筛选，我们手头上已经有一些可供研究的股票。但这并不意味着我们直接买入即可，后续的工作还有很多。在本书末尾的章节有一张清单，会列举出买入一只股票前要做的工作。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

因为一些会计手法或者非经常性损益等原因，PE和PB会被扭曲。被扭曲后的各项指标都可能很“好看”，但是这些“好看”的指标不具备可持续性。在此基础上，投资者有必要进一步缩小研究范围，将这些因指标扭曲而入围的“南郭先生”剔除掉。

[1]净利润-分红＜0除外。

[2]同上。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第三节 PB估值要注意

使用PB法进行估值时需要注意什么？促使PB扭曲的两个关键因素是什么？

许多人说，金融企业可以看PB，这是为什么呢？真的靠谱吗？

PB是如何被扭曲的

PB，即市净率，股价/每股净资产就是PB。如PB=2，意味着花2元钱买1元的账面净资产。其中这个P（股价）是很明显的，不需要过多讨论。导致PB发生扭曲，主要是由每股净资产扭曲造成的。

我们知道，净资产（股东权益）=总资产-总负债。让我们用一个例子，来看看净资产是如何被扭曲的。

某金属经销商，主营业务为钢材、铝、铜等金属材料销售。账面上的总资产为10亿元，其中金属存货共计5亿元，其他资产共计5亿元，如仓库、应收账款等。该企业的负债是8亿元，那么净资产为：

净资产（股东权益）=总资产-总负债=10-8=2亿（元）

发行在外的股份总计1亿份，由此可以计算出每股净资产是2元。如果此时股价为1元，那么市净率为：

PB=股价÷每股净资产=0.5（倍）

这是一只很便宜的股票吗？如果光看PB，这确实算便宜。我们再继续看。假设大宗商品市场普遍跌价，原来价值5亿元的金属存货跌去了30%

（跌去1.5亿元），净资产就变为：

净资产（股东权益）=（10-1.5）-8=0.5亿（元）

此时的每股净资产为0.5元。如果股价还是1元，那么：

PB=股价÷每股净资产=1÷0.5=2（倍）

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

从上面的这个例子我们可以看到，当总资产的价值发生变化时，这个变化通过杠杆会成倍放大给净资产，造成PB变化。在大多数时候，总资产的价值时刻发生变化，但投资者并不清楚这些变化具体有多少。上市公司的财务报表，无法精确反映资产价值的变化。一方面是由于资产价值难以准确估量。随着时间的推移，资产的价值会发生改变，虽然会计制度上也会进行折旧、减值以及公允价值的调整，但是资产的实际价值与账面价值并不完全相符。另一方面则可能是当资产价值减少时，上市公司调低资产价值的欲望并不强烈。当财务报表上资产账面价值与实际价值差距较大时，就会造成PB扭曲。

什么情况下PB容易扭曲

在“如何看待上市公司的隐蔽资产”一节中，我们已经提到了产生隐蔽资产的六种情况，这其中有一部分也会影响PB。本节我们通过资产负债表，再来看一看各会计科目对PB的影响。

两种情况下容易引起PB扭曲：一是高杠杆；二是资产中与货币关系疏远（通常为实物资产和无形资产）的会计科目占比大。

资产的价值在变化，但是负债却不存在价值变化的问题。[1]杠杆越高，那么总资产的价值变化放大给净资产的倍率也越大。

而在资产项目中，一些与货币关系亲密的会计科目，价值变化的程度会比较小。我们通过下面这张资产表来具体说明。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

合并资产负债表

编制单位：科大讯飞股份有限公司

2014 年 12 月 31 日　　单位：元

项目	期末余额	期初余额
流动资产：		
货币资金	1,067,008,763.68	1,754,690,094.48
结算备付金		
拆出资金		
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产		
衍生金融资产		
应收票据	13,468,357.68	55,055,478.95
应收账款	1,192,225,160.12	674,961,932.78
预付款项	10,830,213.40	5,158,444.71
应收保费		
应收分保账款		
应收分保合同准备金		
应收利息		
应收股利		
其他应收款	83,162,061.40	58,210,799.19
买入返售金融资产		
存货	180,646,971.63	121,687,474.78
划分为持有待售的资产		
一年内到期的非流动资产		
其他流动资产	17,204,474.62	12,260,596.07
流动资产合计	2,564,546,002.53	2,682,024,820.96
非流动资产：		
发放贷款及垫款		
可供出售金融资产	125,870,000.00	9,180,000.00
持有至到期投资		
长期应收款		
长期股权投资	19,238,404.51	24,124,122.99

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

续表

项目	期末余额	期初余额
投资性房地产	21,632,674.14	22,280,901.90
固定资产	709,743,458.08	492,969,611.73
在建工程	57,073,887.07	36,635,392.09
工程物资		
固定资产清理		
生产性生物资产		
油气资产		
无形资产	608,246,614.95	520,017,100.18
开发支出	176,856,878.24	139,457,617.85
商誉	493,908,297.63	353,597,751.56
长期待摊费用	13,193,126.17	3,323,118.07
递延所得税资产	61,554,564.34	37,916,686.99
其他非流动资产	318,032,000.00	6,000,315.44
非流动资产合计	2,605,349,905.13	1,645,502,618.80
资产总计	5,169,895,907.66	4,327,527,439.76

像货币资金、应收账款、应收票据、预付款项、应收利息、应收股利、其他应收款这一类资产，以货币或准货币的形式存在，与货币关系亲密。这一类资产，实际价值与账面价值差异较小。当然这其中也会存在一个问题，主要是应收账款。因为一些应收账款最终可能无法收回。按照会计准则，企业根据应收账款的账龄计提不同程度的坏账准备。如果这个坏账准备计提与实际情况有较大偏差，也会对真实的净资产造成一定的影响。

这其中还有两类资产，一种是交易性金融资产，[2]一种是可供出售金融资产。这两类资产大多为在交易所上市的股票、债券、衍生品等。且这两类资产的公允价值，都会根据市价调整后再进入资产表。不同的是，交易性金融资产是通过“利润”的方式（盈利或亏损）改变股东权益（净资产），可供出售金融资产则是通过“其他综合收益”“资本公积”的方式改变股东权益（净资产）。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

像固定资产、在建工程、无形资产、商誉、其他非流动资产这一类资产，多以实物资产或无形资产的形式存在。它们多以成本入账，在后期报表中不断折旧，偶尔也会调整公允价值，但由于部分资产难以评估真实的价格，所以对于此类资产占比较大的企业，PB犹如雾里看花。PB更多地反映的是历史成本经过折旧和公允价值调整后的状况。这个状况可能准确，也可能出现较大偏差，其中：

（1）长期股权投资，最初以投资成本入账，随后可用权益法或成本法记账，但两种办法都有可能造成资产实际价值与账面价值的差异。一些亏损且扭亏无望的长期股权投资，甚至可能一文不值，但账面上还挂着它的价值。

（2）固定资产通常以购置成本入账，在使用过程中进行折旧。其中，对于高新尖的机械设备，有时一个新的研发出来，可能旧机械立马变得分文不值，但会计上仍然可以逐年折旧（只要公司愿意）。而许多公司归属于固定资产的房地产，按照40年进行折旧，固定资产的价值逐年递减，但实际上经过10年的时间，这部分房地产不仅没有贬值，反而增值了许多倍。

（3）在建工程。这个按照建设的成本入账，也会造成净资产的名不副实。需要注意融资的利息有时会资本化，挂在在建工程的成本里。这样一个工程如果长年不完工，那么融资利息会使这个在建工程的资产包越来越大，但实际上这部分资产并不值这个价钱。一部分企业，喜欢推迟将在建工程转为固定资产，因为这样不仅可以将一些成本（特别是融资成本）挂进资产而不会减少利润，与此同时还不用计提固定资产折旧，可谓一举两得。投资者需要注意，在建工程是没有投入使用，暂时不能产生效益的资产，如果这种资产长年臃肿，那么必须打起十二分精神。

除此之外，由于企业之间的生产管理效率不同，各个企业在建工程的成本是不同的，会计账面上的在建成本按成本计入，并不能体现

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

真实的价值。如同样一个机械加工流水线平台，A公司建设花了1亿元，B公司建设花了7千万元，那么两家公司的账面上会分别体现1亿元和7千万元的在建工程（后期会转入固定资产），但两者的价值实际是相同的。

（4）无形资产、商誉。会计科目上的无形资产，主要指的是土地使用权和软件、专利权等。而商誉则主要是指收购其他企业时，相对于被收购企业重估净资产[3]所付出的溢价。这两类资产的账面价值都可能与实际价值不相符。投资者要特别留心溢价收购所“创造”的商誉，特别是杠杆收购。

（5）开发支出，以开发的成本入账，并在后期的财年逐步摊销。开发支出记录了企业在研发方面的开支，这其中一部分研发最终能够获得成功，给企业带来经济效益。这些能取得经济效益的开发支出，价值可能已经远远超出其入账成本。另一方面，也有一部分开发支出，永远无法给企业带来经济效益，它们实际上一文不值，但也会挂在资产表上，慢慢摊销。

同时，随着技术进步，之前有价值的研发成果可能逐步被淘汰，一文不值。开发支出的实际价值几乎无法用具体数字去衡量。

金融企业的PB靠谱吗

在许多投资书籍里，都提到金融企业最适合用PB来估值。主要原因有：

（1）金融企业是周期性企业，主要受到宏观经济影响。金融业的盈利能力随宏观经济周期变化而变化。当宏观经济低迷时，金融企业的盈利能力较弱，股价很低但PE很高。反之亦然。采用PB估值，在一定程度上可以剔除周期性影响。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

（2）银行、保险等金融业，在开展业务时，均需要一定的自有资本。它们受到资本充足率、偿付充足率等监管条件的限制。有时金融企业的PE相对较高，是因为杠杆没有加满。因此用PB估值，在一定程度上包含了金融企业继续上杠杆的潜力。

（3）金融企业绝大部分资产是金融资产，与货币关系亲密，并且实物资产和无形资产在总资产中的占比很小，它们的价值变化对金融企业整体资产价值的影响不大。

对于金融业来说，以上三点都没有错。但是还有一个不可忽略的事实，就是金融业的杠杆普遍较高。例如，银行的杠杆倍率通常在20倍以上，保险通常在10倍左右。而信托如果要刚兑，则杠杆压力更大。

比如银行的资产中，发放贷款和垫款、债券、同业资产等，都有可能发生损失。总资产如果发生1%的损失，通过20倍杠杆倍率传导给净资产就是20%的损失。在经济景气周期，银行的资产质量通常差异化不大；反而在经济萧条时，才显出银行的风控能力——此时，风控能力较弱的银行，谁也搞不清楚它的资产会“坏”到什么程度。在经济萧条周期，银行用PB估值是不靠谱的，这时应当重点关注银行的资产质量。

对于其他金融企业，也是一样的道理。例如保险的资产配置，主要是银行存款、债券、股权投资、投资性房地产等。这些资产在经济萧条周期，哪怕发生一点点的价值变化，也会被成倍放大给净资产（股东权益），造成PB的扭曲。

[1]上市公司有外币负债时，负债的价值会随外汇兑换价的变动而变动。

[2]即图表中的“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”。

[3]企业被收购时，收购方会重新评估被收购方的资产价值，并以重估资产价值入账。例如某企业账面资产价值10亿元，负债5亿元，股东权益（净资产）5亿元。经评估后总资产价值为15亿元，收购方付出20亿元的收

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

购价格，那么其总资产按以下方式并入收购方报表：15亿元重估总资产（10亿元重估净资产+5亿元负债），5亿元商誉。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第四节　PE估值要注意

使用PE法进行估值时需要注意什么？哪些原因会使PE遭遇扭曲？

什么是低PE陷阱？低PE投资要坚持什么？

如何看待由PE估值法演绎出的PS估值法？PS估值法如何对PE估值法进行补充？

PE是如何被扭曲的

PE，就是市盈率，它是股票估值系统里最基础的，也是使用最广泛的指标。PE=P/E，即：股价/每股收益。PE=10，简单理解就是该公司在盈利状况不变的情况下，投资者用10年的时间可以收回初始投资。因为股价是明摆的，不需要过多讨论，所以导致PE发生扭曲的，主要是因为每股收益，也即企业的盈利能力。

PE估值最大的难点，在于预估企业未来的盈利状况。而且越遥远的未来，准确预估的难度也就越大。难以预估并非完全是投资水平高低问题，还因为未来的许多变量在投资者做出决策以后才发生。公司未来的每股收益可能越来越多，也可能越来越少，也可能高低起伏。企业未来的盈利变化会影响股票未来的回报率。其他一些估值方法，如现金流贴现（DCF）、净现值（NPV）等，也面临同样的难点，就是未来的状况难以估量。

PE被扭曲的情况主要有两种：

（1）线性思维扭曲理解PE。企业的经营状况每况愈下，线性思维简单理解企业的盈利能力可以保持下去。

（2）一些非经常性损益不代表企业可持续盈利能力。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

通常许多价值投资者看到PE很低的股票，都会非常动心。但此时需要打起十二分精神，避免踏入低PE陷阱。

低PE陷阱

如果市场对公司未来前景越看好，那么往往对应的PE估值也越高，也就是说为了同样的每股收益（E），投资者愿意付出更高的代价（P，股价）。

需要注意的是，市场并非完全有效，也并非完全无效。市场价格代表的是大部分交易者的看法，市场报出的价格是参与交易的人报出的。在大部分时间里，交易者的情绪容易受到股价波动的影响，因而给出过于乐观或悲观的价格。此外，一些参与者持有对应的股票（潜在卖出者），或者持有现金并关注对应的股票（潜在买入者），由于股价并没有达到他们认可的位置，所以他们并没有卖出或买入。这些市场参与者，因为没有交易而暂时不影响股价（这些潜在交易者，未来可能会参与交易并影响股价）。例如：某只股票价格10元/股，当日换手率1%，那么这1%的交易量决定了这只股票当日的价格，但是其他大部分市场参与者可能并不认可这个价格。持股者可能认为他们的股票至少到20元/股才会考虑卖出，他们不愿接受10元/股的价格。但是，持股者的这个想法，不会影响现在10元/股的交易价格——除非他们以持币者的身份买入，参与交易，才能影响股价。

投资者若想超越市场的平均收益，就必须找出市场的错误定价并耐心等待，让时间来纠偏。通常的做法就是买入低估品种并持有，分作两种：

（1）市场（交易者）认为不够好或者很差，但企业的实际情况没有市场预期的那么差，甚至还可能有不错的经营表现；

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

（2）市场（交易者）认为好，但企业的实际经营情况比市场预期的更好。

在这其中，稳定价值型、价值成长型风格投资者最容易走入低PE陷阱。投资者关注低PE股票，就是关注市场预期较差的股票——但事实上，有时公司的经营情况真如市场预期的那么差，有时甚至更差——因为市场有时候是对的。

价值投资不是找出市场不看好的股票，而是找出市场不十分看好并且看错的股票。

非经常性损益

在“‘万佛朝宗’的ROE”一节中，我们提到了几种扭曲ROE的情况。实际上这也正是扭曲PE的几种情况。

虚高的盈利不可持续，不代表企业的真实盈利能力。投资者必须将其中的一次性收益予以剔除。投资者可以在上市公司的财务报表中找到“非经常性损益”这一栏。

根据证监会公告〔2008〕43号文，《公开发行证券的公司信息披露解释性公告》，几乎包含了所有类型的非经常性损益：

（一）非流动性资产处置损益，包括已计提资产减值准备的冲销部分；

（二）越权审批，或无正式批准文件，或偶发性的税收返还、减免；

（三）计入当期损益的政府补助，但与公司正常经营业务密切相关，符合国家政策规定、按照一定标准定额或定量持续享受的政府补助除外；

（四）计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费；

（五）企业取得子公司、联营企业及合营企业的投资成本小于取得投资时应享有被投资单位可辨认净资产公允价值产生的收益；

（六）非货币性资产交换损益；

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

（七）委托他人投资或管理资产的损益；

（八）因不可抗力因素，如遭受自然灾害而计提的各项资产减值准备；

（九）债务重组损益；

（十）企业重组费用，如安置职工的支出、整合费用等；

（十一）交易价格显失公允的交易产生的超过公允价值部分的损益；

（十二）同一控制下企业合并产生的子公司期初至合并日的当期净损益；

（十三）与公司正常经营业务无关的或有事项产生的损益；

（十四）除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外，持有交易性金融资产、交易性金融负债产生的公允价值变动损益，以及处置交易性金融资产、交易性金融负债和可供出售金融资产取得的投资收益；

（十五）单独进行减值测试的应收款项减值准备转回；

（十六）对外委托贷款取得的损益；

（十七）采用公允价值模式进行后续计量的投资性房地产公允价值变动产生的损益；

（十八）根据税收、会计等法律、法规的要求对当期损益进行一次性调整对当期损益的影响；

（十九）受托经营取得的托管费收入；

（二十）除上述各项之外的其他营业外收入和支出；

（二十一）其他符合非经常性损益定义的损益项目。

PS估值法

将PE估值法稍作调整，即可得出PS（市销率）估值法。

$$PS=\frac{总市值}{总营业收入}=\frac{总市值/总股份}{总营业收入/总股份}=\frac{股价}{每股营业收入}$$

$$PE=\frac{股价}{每股收益}=\frac{股价}{每股营业收入\times 平均净利润率}$$

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

由以上等式可以看出，PE和PS之间只差一个平均净利润率。

对于困境反转型股票，特别是周期股的困境反转，用PS估值会比其他方法更合适。对于困境中的企业来说，净利润率很薄，甚至为负。用PE直接估值，所得的结果与未来反转后的情况相差较大。运用PS估值，并预估企业反转后所能实现的净利润率，从而导出未来每股收益，最后可得出现在股价对应的隐含PE。

如果是周期型困境反转企业，可以考察该企业在历史景气周期阶段的净利润率，并代入进行计算。需要注意的是，下一阶段的景气周期，并不一定可以到达上一周期的景气顶点。可能低，也可能更高。所以保守起见，尽量采取以下两个数值来综合考虑：

（1）上一轮或上几轮周期中，该企业在整个周期的平均净利润率；

（2）上一轮或上几轮周期中，该企业在中等景气周期时的平均净利润率。

其中第一条标准是比较保守和容易实现的。一个行业，一旦步入景气周期，盈利能力突破上一周期的平均水平是必须的。如果连平均水平都达不到，怎么判断其已经进入景气周期呢？而第二条标准，是比较激进且可能无法实现的。企业这一次在景气周期的盈利能力，不一定能达到过往的中等景气水平。

如果是经营型困境反转企业，那么可以对比同类企业的净利润率，或者该企业发生困境前的净利润率。同类企业是指客户定位（高中低端）、规模大小、周转率等情况差不多的企业。经营型困境是由于企业自身经营或管理出现问题，所以一旦困境反转，那么企业的盈利能力会逐步恢复至正常水平。但是需要注意，行业中个体经营差异越大，这种估值方法越不靠谱。假如一个行业中，一些企业大赚特

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

赚，另一些企业惶惶不可终日，那么投资者就无法用大赚特赚的企业所实现的净利润率来做参考，否则就过度乐观了。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第五节　如何看待高速成长股

我们都知道“美丽的复利”，那么复利的两个秘诀是什么？

如何看待高速成长股？面对它们，投资者着重要关注什么？

如何看待产品的生命周期？处于不同时期的高速成长股又各自有何特点？

如何初步筛选高速成长股？

美丽的复利

我们先来欣赏一个小故事。

一个国王打算赏赐大臣，问他想要什么赏赐。大臣拿出国际象棋的棋盘说，只想要一些小麦：第一格一粒小麦，第二格两粒小麦，第三格四粒小麦……每一格的小麦粒数比前一格多一倍，直至放完64格。

国王听完，觉得很简单啊，于是叫了下人开始数小麦……一袋又一袋，一袋又一袋，始终无法填满……

最后一格需要放多少粒小麦呢？2的63次方！据说这个数字比该国几千年的小麦产量还要多！

爱因斯坦曾经说过：“复利是世界第八大奇迹。”复利就像原子弹爆炸一样，一个原子核撞击两个原子核，进而再撞击四个原子核……

对于投资复利来说，两个参数会影响到最终的投资结果。一个是增长率，另一个是时间。订/阅/V/信/whair004

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

两个投资者，一个复合收益率是10%，另一个是30%。初始投资都是10万元，我们来看40年后两者的投资结果：

1.1 40×10万=452.6万（元）

1.3 40×10万=361188.6万（元）

也许你不敢相信，但是没错，前者的回报倍数连后者的零头都不到！前者只有450多万元，后者则超过36亿元！

一个正常人的寿命按70年计算，那么从20岁至30岁开始进行投资，都可以投满40年。我们来看30%的复合年化收益率，在第一个十年能获得多少收益：

1.3 10×10万=137.8万（元）

这个收益与其40年的收益相比，也是连一个零头都不到。

我们再来看一个例子：

一位投资者也是初始投入10万元，他第一年的投资收益为正的70%，但第二年的投资收益却回撤30%，即亏损30%。如果像这样一年暴赚，一年回撤，持续下去，他40年的投资回报率会是多少呢？

（1.7 20）×（0.7 20）×10万=324.3万（元）

像这样暴赚再回撤，收益情况并不理想，甚至比10%的年化复合回报还要低！这是因为回撤不仅降低了增长的幅度，还耽误了复利发挥作用的时间。

复利的秘诀是：持续长时间的高成长。其中，长时间和高成长，两个要素缺一不可。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

如果投资者的预期收益率较高，那么就必须利用“美丽的复利”，通过股票的成长性来加大成功的概率。例如十年十倍（tenbagger）依靠盈利不变的股票是很难实现的（零增长，零衰退）。对于这类股票，10倍左右PE是较为合理的估值。如果盈利不变，即使复利再投也要7年多才能收回本金。相差的收益只能通过估值的大幅提升来实现。市场是否真能将其从10倍推向40倍PE的估值呢？

不一定！这相当于把投资的命运交给了市场。

生命周期

很少有一个领域或者一家企业，能够长期保持30%以上的高速成长。这是因为产品或服务都有其自身的“生命周期”。单一产品或服务的增长速度越快，触及天花板的速度也越快。除非企业不断有新的产品或服务推出，否则总有一天会触及“人口极限”的最高天花板。如果市场容量不再继续扩张，那么企业就只能依靠提价和提高市场占有率来继续成长。这两者的潜力终有一天会被挖尽——不可能无休止提价，也不可能获得超过100%的市场占有率。

一个典型的生命周期分为导入期、成长期、成熟期、衰退期四个阶段。

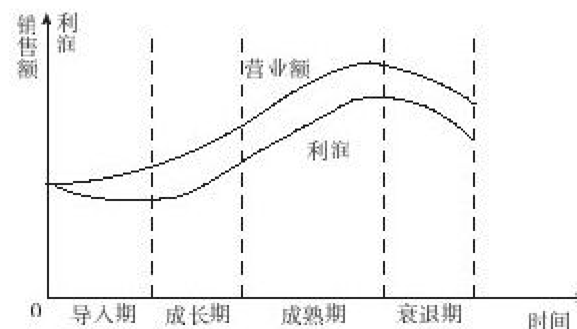


图4-2　产品生命周期

导入阶段

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

在导入阶段，因为产品或服务对于市场来说还是新鲜事物，许多客户缺乏了解，抱着怀疑和谨慎的态度，这需要企业为之花费大量的宣传费用。加上导入期产品销量低，单位产品的固定成本摊销也很高，因此在导入阶段产品的价格往往都较高。

由于低销量和高成本的影响，此时企业的利润额很小，甚至可能是亏损的。为何许多互联网和高科技企业明明账面亏损，还能享受匪夷所思的高估值？就是因为投资者对未来更看好，认为暂时的亏损只是因为其尚处在导入期。一旦产品进入成长期，就会给投资者带来高成长高回报。

但是投资者也需要注意到，在导入阶段企业失败的概率也是最大的，甚至高于衰退期。导入期出现高速成长型股票的概率较小，投资者经常能发现这个阶段的某些企业，营业收入大幅增长，但净利润却没有起色。在导入期，只有竞争能力很强的企业，才能利润高速成长。

成长阶段

在成长阶段，随着客户对产品的渐渐熟悉，以及部分试用客户的口碑传播，产品的认可度逐渐提高。又或者是该产品的生产成本大幅降低，使其得以面向更广泛的群众。这时市场上涌入大量的新客户，供不应求的局面非常明显。市场容量随着新进入的买家而急速扩张，企业开始加大产品的生产量。由于销量上升，销售费用和固定成本也被大幅摊薄。企业的利润在销量的上升和成本的下降双重作用下，开始飞速增长。

此时虽然供不应求，但往往产品的价格反而是下降的。因为金字塔形的收入结构，使得产品价格下降，能够将下一个收入阶层更广大的客户纳入进来。销量增长又促使成本下降，这两者合力对净利润增长产生贡献，要大于提价所带来的净利润增长贡献。故成长阶段，面

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

对供不应求的局面，企业不会涨价，而是想方设法扩充产能并降价——除非产品的产量无法提升。在成长周期，企业必须迅速占领市场份额。如果此时企业选择涨价，还可能面临竞争对手的狙击。除非短期内整个市场的产能无法扩张，否则这将是我所知道的最糟糕的战略。

不少潜在的竞争者看到有利可图，也纷纷进入这个市场，使得同类产品的供应量增加。但这个供应量的增加，短期内仍然赶不上市场容量的扩张，产品持续处于供不应求的状态。产品成长期的两个常见特点：一是行业的集中度往往较低；二是行业中好企业和差企业往往都能赚到钱（主要因为供不应求）。

如果上市公司的产品或服务处于成长期，那么上市公司已经赢在了起跑线上。在此基础上，投资者需要重点关注的是股票的估值，以及产品或服务的成长期还能持续多久——投资者切勿以为这种高成长可以永远进行下去！

需要注意，对于一些互联网或高科技企业来说，在成长阶段的末期，市场容量已经达到一定规模，如果此时企业仍然无法实现盈利，或盈利能力弱，那么投资者或许要考虑这家企业的盈利模式是不是有问题。

成熟阶段

在成熟阶段，市场的整体需求开始趋于饱和，可以继续挖掘的潜在顾客已经很少。行业的整体销售额增长开始放缓，甚至还可能慢慢下降。

在成熟阶段，行业的集中度会逐渐提升。成熟阶段其实也可以分作两个阶段：前一段跟随成长阶段，后一阶段跟随衰退阶段。进入这

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

一阶段以后，整体行业已经告别高成长。个别企业如果要实现高成长，则必须将竞争对手挤出市场（提高市场占有率）。

在成熟阶段的早期，因为之前的赚钱效应还存在，因此新的竞争者还在不断涌入。如果产能的增长需要较长的建设周期，那么会使得一些产能的投放更晚。市场的供求关系不会在达到供求平衡那一刻就戛然而止，必然会继续前进至供过于求的境地。

根据行业的不同特性，在这个阶段会呈现以下几个特点：

（1）如果产品同质化严重，那么低成本的企业会胜出。

（2）如果产品的差异较大，那么会优胜劣汰，最终产品定位最成功、综合能力强的胜出。

（3）如果初始投入大（沉没成本高），固定成本占比高，退出成本高，那么很可能会出现全行业集体亏损的状况，而且这种状况还可能保持较长时间。

对于产品或服务处于成熟期的上市公司，投资者重点关注的不是市场的成长空间，而是企业自身具备多强的竞争力——可以将竞争对手挤出市场。在这一阶段的上市公司，必须通过提高市场占有率才能获得高速成长。而行业的集中度代表了这类上市公司成长空间，集中度越低则成长空间越大。

衰退阶段

进入衰退阶段，主要是由于替代品的出现。随着科学技术的发展或时尚潮流的变化，新的替代品会出现。这使得原来产品的整体销售额和利润额迅速下降。这样的例子有很多，如胶卷相机被数码相机替代。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

一种产品或服务进入衰退期，意味着这个行业已经是夕阳行业。此时企业的竞争对手并非是生产同样产品的企业，而是生产替代品的企业。

不要投资夕阳行业的上市公司。夕阳行业中的企业，即便管理层再有能力，也难以力挽狂澜。在这种情况下，时间是投资的敌人。巴菲特称自己最大的投资错误，就是买入了处于夕阳行业中的伯克希尔纺织厂，否则其公司市值还将增加三分之一以上。

成长的确定性

高速成长型投资者必须问自己两个问题：这家企业高成长的确定性有多高？保持这种确定性的时间有多长？

投资高速成长型股票的最大风险——为不确定的高成长以及持续时间不长的高成长付出过高的价格。

往往高速成长的市场领域，竞争也更加激烈，这是因为有利可图和资本趋利造成的。在外来竞争的刺激下，企业保持高成长的确定性究竟如何？

首先，如果上市公司经常受到竞争对手的攻击，或经营环境不稳定，那么经营业绩就很容易出现波动，甚至下滑。如果上市公司业绩波动，出现一年暴赚，一年回撤的情况，就好比之前复利的例子，其增长的质量甚至还不如稳定的低成长！

其次，如果企业现阶段的高速成长，主要是由于产品正处在成长期，而非企业具有其他对手无法复制的竞争优势，那么等到产品步入成熟期后，企业还能继续高速成长吗？这个问题是投资者必须反复问自己的。如果高速成长型股票对应的估值很高，那么很可能等它变成低速成长后，估值也会相应下降。这样的话，早期的高估值已经透支了未来的成长。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

相应地，如果产品已经处于成熟期，企业通过自身的竞争优势，不断提高市场占有率来获得高成长性，只要竞争优势是实实在在的，这种成长性反而更确定。至于成长空间还有多少，则着重看行业集中度，以及企业在市场占有率方面提升的潜力。

投资者需要注意以下几种“虚胖”的、无法持续的高成长：

（1）初始ROE较低，企业的高速成长是通过改善经营指标带来的，如提高管理效率、降低成本等。但这些增长条件无法一直持续下去，毛巾的水终有被拧干的一天。如果净利润保持高增长，但营业收入低增长或无增长，那么很有可能属于这种情况。

（2）高速增长是由于行业处在成长期，而非企业自身的竞争实力。在市场空间急速膨胀时，产品供不应求，使得行业内大多数企业都能获得不错的盈利。一旦产品或服务进入成熟期，许多企业的高增长可能无法继续。

（3）高速增长是由于周期行业正处在景气周期。一旦周期进入衰退阶段，高增长也可能无法继续。

（4）高增长是由于非经常性损益带来的，那么这种高增长是难以持续的。有时股票或投资性房地产的价格可以连续上升很多年，持有这类资产并按公允值调整账面价值的上市公司，每年都能获得一定的公允价值变动损益。一旦股票和房地产价格不再上涨，高增长也随之落幕。

如何初筛高速成长股

初步筛选高速成长股是比较困难的事情。无论用何种方法筛选，都会存在许多“南郭先生”和“漏网之鱼”。主要原因是“成长”一词对应的是未来，而所有的选股指标都是追溯历史。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

高速成长型，首先看到的是成长的质素，而后才是价格。所以在初筛的时候建议不要加入与价格有关的指标。这里先推荐几种初筛高速成长股的办法：

（1）连续三年及以上，营业收入和净利润的增长率高于20%。这种方法会选出一些高速成长股。一些市场空间广阔、具有强大竞争力并构筑了深厚护城河，已经高速成长并将持续下去的企业会包含在其中。但是，过往的成绩不代表未来的能力，前面提到的四种“虚胖”的高成长也会包含在内。

（2）连续三年及以上ROE高于15%以上。前面的章节我们研究过，ROE代表了资本积累发展的速度。

（3）连续三年及以上股东权益增速20%以上。主要用于补充第二条，将高价再融资带来的高速成长也囊括进来。

（4）投资高速成长型股票，也可以用自上而下的方法来筛选。例如先看到某一个领域光明的前景，而后在这个领域寻找投资标的。

在后面的章节，我们还将继续讨论盈利增长的来源，届时我们将看到各种盈利增长来源的质素。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第六节 再融资与分红

如何看待上市公司再融资？上市公司又是如何通过再融资实现跨越式发展的？

上市公司如何处理留存利润？各种处理方式对投资者来说收益如何？什么情况下回购股票或现金分红更有利于投资者？

一勺高汤

在股票市场，免不了会有再融资和分红两种行为。如果用熬汤来比喻，那么再融资相当于加水和加料，现金分红则相当于舀汤。

在股市行情好的时候，再融资是一剂利好，各种新投入项目的光明前景，各种利于公司发展的消息迎面而来；而在股市行情低迷的时候，再融资（特别是大额再融资）又变成了一剂利空，背上“圈钱”的恶名。

对于优秀的、ROE较高的公司来说，高价再融资对业绩的提升作用非常明显，我们用一个例子来说明。

某上市公司总股份10亿股，上一年末的股东权益20亿元，每股净资产2元，股价8元，总市值80亿元，市净率为4倍。上一年度净利润2亿元，每股收益为0.2元，资本回报率（ROE）约为10%。

若上市公司以8元的价格增发2亿股，也就是按4倍市净率增发。那么新的总股份数为：

10+2=12亿（股）

新的股东权益（净资产）则变为：

20+8×2=36亿（元）

此时每股净资产为：

36÷12=3（元）

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

大家可以看到，原来的利润由10亿股来分配，再融资后的利润由12亿股来分配。老股东只能分到再融资后利润的10/12，即83.3%。老股东的股权被摊薄了16.7%。而再融资后每股净资产从2元提升至3元，整整提升了50%。

如果上市公司将再融资获得的资金进行投资，能够获得原来的资本回报率（ROE），那么新一年度的净利润为：

36×10%=3.6亿（元）

相比融资前的净利润2亿元，提升了80%。

此时的每股收益为：

3.6÷12=0.3（元）

相比融资前的每股收益0.2元，提升了50%。再融资对原老股东的影响，就是先摊薄16.7%的股权，再提升80%的利润，两相抵消最后得到正的50%的提升。

如果用熬汤来比喻，那么再融资相当于加水和加料。4倍市净率的价格再融资，相当于用4倍浓度的高汤来勾兑。再融资价格对应的市净率越高，那么原汤的味道就会越浓。当然，前提是再融资得来的资本能够获得与原资本差不多的回报率。只要再融资的资本所能获得的回报率超过原资本的回报率（原每股收益/再融资价格），那么再融资就能给老股东带来正面的效果。

高市净率再融资，补充较多的资本而摊薄较少的股权。许多公司特别是优秀的公司，通过高价再融资迎来了跨越式的发展。

在A股，除了极端熊市，大部分时候再融资价格都大于原每股净资产。但是在港股，以低于每股净资产的价格供股却十分普遍。这种情况恰好与刚才的例子相反——就好像熬汤时多加水少加料，越供股“汤味”越淡。

留存利润与分红

许多人都存在一个疑惑，上市公司现金分红以后，股价要除权，不是等于没分吗？而且现金分红以后，还需要缴纳红利税，这样分红

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

不仅没有得到好处，反而减少了投资者的资产。

实际上，上市公司对于利润有很多种处理方式。主要选择无外乎两种：留在企业内部，或者转出企业。不论哪一种处理方式，都各有利弊。如果利润处理方式更多地由管理者而非企业股东决定——那么有可能因为利益不一致，而不利于投资者——因为管理者更偏向于掌控更多的资源，更希望坐进更大的办公室。

利润处理的主要方式

（1）留存利润作为高流动性资产趴在账面上，主要以活期存款、定期存款、银行理财产品为主。这一部分资产给投资者带来的收益率，分别对应各类资产的收益率（扣除企业所得税后）。例如，用留存利润配置过多的活期存款，还不如将利润分给投资者，投资者再自行购买定期存款或货币基金。当然，公司需要一定的流动资金满足运营需要，有时用利润补充流动性是有必要的。流动资金配置是否过高，主要是和同业竞争对手进行横向比较。

（2）留存利润偿还债务。用留存利润偿还债务，给投资者带来的收益率，实际就是债务利率×（1-所得税税率）。之所以要减去所得税费率，是因为债务成本可以在所得税前作为成本列支。如公司债务的利率是6%，所得税是25%，那么留存利润偿还债务给投资者带来的收益率就是4.5%。如果投资者有收益率高于4.5%的投资渠道，那么现金分红对投资者更合适。有时上市公司配置了过高比例的流动资产，但并不打算偿还债务或加大分红，这使得利率倒挂，对投资者不利。当然，有时候，留存利润偿还债务也并没有什么不妥，因为一些债务不得不偿还（得不到续借），或者偿还债务是出于改善资产负债结构的目的（降低经营杠杆）。

此外，对于能获取长期贷款且贷款利率低的企业，还债并不是太好的选择，如高速公路、铁路、水电等企业。低利率贷款本身是这类

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

企业的一个优势，如果还债则相当于削减了这部分优势。一些大型企业由于信用等级高，能够拿到较低的利率，偶尔还干一下套息的活。例如，某家上市公司就发了大量4.5%左右利率的高等级债券，配置了5%左右收益率的银行理财产品。

（3）留存利润参与再投资。企业将留存的利润用于扩大企业的运营规模，称为“再投入”。如购置更多的生产原料开足马力生产，加强销售渠道建设，增加机械设备以扩大产能，并购其他同类企业或上下游以扩大规模等。再投资给企业带来的收益并不确定，有时甚至负收益。所以并非再投入就一定是好事，也要考察回报率。投资者需要注意，有时候再投入并不马上见效，如投资兴建新的厂房和生产线，就需要等待投产后才能获得收益。

（4）利润用于回购股票。静态地看，回购股票的“市盈率的倒数”就是留存利润给投资者带来的收益率，因此回购的价格过高，对股票持有者来说并不是好事。

此外，企业的盈利能力是变化的。留存利润未来的收益率可能超过现在“市盈率的倒数”，也可能不及。但是需要注意，利润增长很多时候都是由留存利润再投资带来的，如果留存利润用于回购股票，则此种类型的利润增长将无法实现。

（5）利润用于分红。在A股市场分红有两种，一种是送红股或转增股本。送转红股对于企业的运营来说，并没有特别的意义——但是在股票市场，却能够引起投资者的关注。首先高比例送转，容易遭到资金的爆炒，市场认为这是企业向外界发出了积极的信号；其次，送转股本将股价拆细，使得股票交易时的流动性更好。对于上市公司运营来说，送转股无法起到其他积极的作用。此外，送红股还需按照股票的面值缴纳一定的红利税。以资本公积转增的股本，则不需要缴纳红利税。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

现金分红

另一种分红是现金分红，与送转红股不同，现金分红有一个动作，就是将企业资产负债表上的现金资产转移出表，实实在在地送到了投资者的手上。这是送转红股所不具有的特点。

第一，现金分红首先是一种加杠杆的行为。因为分红减少了企业的净资产，相应地也就提高了负债率——企业创造利润，增加净资产从而降低了杠杆率，而分红则恰好是相反的动作，提高了杠杆率。

第二，如果企业利润的再投入所创造的收益率低于现时的资产回报率（ROE），那么随着留存利润的增多，企业的ROE会被逐渐增多的留存利润摊低。如果留存利润所能创造的价值过低（如过多的活期存款），还不如将其分配给股东。再者，如果留存利润过多，资本找不到出路，管理层或许会盲目多元化。

第三，分红相当于给了一次0.95 PB兑现一部分股票价值的机会（红利税持有一年以上按5%计算）。每股分红1元，则每股净资产也相应减少1元，扣税后投资者拿到的是0.95元。一家公司很优秀，但证券市场不一定认可，甚至长期给出极低的价格。如果股票的价格长期在低位，特别是低于0.95 PB，那么分红是兑现股票价值的一种方式。

第四，稳定的分红回报，是支持杠杆收购的坚实后盾。高分红可以支付杠杆收购所需支付的利息。

最后，企业分红至少说明企业账上有一部分资金是真实存在的，并且是可以拿来分的。如果上市公司利润长期高企，却只能将利润尸位素餐地堆积在账面上，投资者要小心可能面临假账风险。如果是假账，那么这部分资金要么不存在，要么是留着补漏洞用的。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第五章　上市公司的质素

第一节　竞争优势三要素

上市公司的竞争优势，最终都会体现在哪三个要素上？

上市公司低成本优势的来源有哪些？对于提供高品质产品或服务的上市公司，投资者需要注意什么？差异化竞争有哪些好处？

有时上市公司已经占据了某个方面的竞争优势，但最后仍然失败了，这是为什么？

除垄断经营（包括行政特许经营）外，企业的竞争优势必须体现在给客户带来“更低的获取成本、更高品质的享受、差异化的体验”上。

更低的获取成本、更高的品质、差异化的产品或服务，企业必须从这三个点出发，找到至少一个支撑点。如果一个点也没占据，那么除非行业的供求关系一直处于卖方市场（产品或服务供不应求），否则终有一天企业会步入衰亡。

更低的获取成本

客户的获取成本是指客户为获取某一项产品或服务，所需付出的成本。这个成本可以是客户为之付出的金钱，也可以是客户的时间和精力等。这里面包括直接成本，如直接支付给产品及服务提供商的金钱；也包括间接成本，如为了搜寻该项产品所耗费的时间，又如为获取产品或服务而花费的交通成本等。

客户拥有的资源是有限的，在这件产品或服务上花费了金钱和时间，花在其他地方的就少了。所以降低客户的获取成本，是企业的竞

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

争能力之一。

而对于企业来说，并非客户花费的所有成本，企业都能够控制。企业能控制的主要是自身产品或服务的价格。除此之外，一些产品或服务还具有转换成本。但转换成本一般不是企业直接创造的，而是由行业、产品的特性，或者商业模式决定的。一些领域天生就有转换成本，另一些领域无论如何折腾也没有转换成本。

转换成本是企业的护城河之一。对于企业来说，转换成本相当于产品或服务的“负成本”。在后面的章节（第八章第二节）还会详细解释五种常见的转换成本。

对于企业来说，降低产品或服务的价格，是降低客户获取成本最直接的办法。但如果企业本身不具备低成本优势，那么低价格会压缩利润空间，直接损害企业的获利能力。

低成本优势的来源

（1）规模效应。产生规模效应的原因，主要是因为随着产品产量的提升，一些固定成本可以分摊到更多的产品上，使得单个产品所分摊的固定成本降低。但是，也需要注意，并不是所有的大规模生产都会产生规模效应。当规模超过一定的界限后，由于内部的管理架构变得复杂，内部资源消耗过多，又或者官僚主义等原因，带来的负面影响可能超过规模扩大所带来的好处。[1]

（2）更低的人工成本（生产）。对于劳动力密集型产业，该项费用的占比较大。单位人工成本往往与工厂所在的地域有关。在同一个城市的两家相同类型企业，单位人工成本是难以拉开差距的。

（3）管理效率提升，降低管理成本。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

（4）营销效果增强。营销费用的作用就是增加销售量或提高产品的溢价能力。如果光是减少营销费用，没有提高营销效果，可能会降低营业收入。

（5）更低的运输成本，如离原料产地较近，或有便利的铁路运输条件，以及临港口等。往往单位价值量的产品重量较大时，运输在成本中的占比较大。

（6）更低的财务成本，如负债率更低，或负债的利率更低。

（7）更有效率的生产工艺。优异的生产工艺可以提高劳动生产率，降低成本。

（8）更廉价的原材料成本，如冶炼企业自有矿山，或自有电厂发电；或者更廉价的采购成本，如大规模采购降低成本。

（9）税收优势等。一些地方政府对某些行业有相关的财税支持或补贴。

成本优势不是永恒不变的

需要注意的是，低成本是相对竞争对手而言的，而且不是永恒不变的。投资者应当考虑上市公司低成本优势的可持续性。如果竞争对手能够轻易复制该优势，或者外界环境变化会轻易改变这种低成本优势，那么这绝不是可持续的竞争优势。投资者在找到某个低成本优势的股票后，应当立即在脑子里考虑这两个问题。

例如：对于一家油气开采公司来说，油气资源的开采条件（如油层深度等）很大程度上已经决定了开采成本。中东的石油开采成本不到20美元/桶，海上石油开采的成本大多则在40美元/桶之上，而页岩油、油砂等开采成本则在70美元/桶之上。虽然通过技术改进可能降低一些成本，但油气资源的开采条件仍然是成本的主导原因。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

例如：某家企业通过在第三世界国家设厂来降低人工成本，那么竞争对手会在多长的时间内跟进呢？这个人工成本优势能保持多长时间？又如，某家企业因为改进了生产工艺和流程而降低了成本，那么竞争对手短期内是否也会改进工艺和流程呢？

再例如：当海外矿石便宜、海运价格较低时，临海的炼钢厂具有成本优势。如果一段时间后，海外矿石涨价，海运成本上升，则临海炼钢厂的成本优势不复存在。

低成本策略何时奏效

对于价格敏感、品质差距不大、差异化程度低的行业，低成本显得非常重要。投资者面对此类型的上市公司，应着重寻找其能够长期保持低成本的能力。如基础原材料行业：钢铁、有色金属、水泥、煤炭、石油等。

还有两种情况，低成本战略（低价策略）也会奏效：

（1）虽然产品或服务有品质差距，也有差异化，但客户觉得不重要；

（2）产品的价值量太低（无法形成品牌效应），且客户在购买前无法识别产品的品质及差异化。

更高品质的享受

不同的电视机，色彩逼真度、清晰度会有不同。即使是印刷品，印刷和纸张质量也会不同。一些产品给消费者提供更高品质的享受，并且在此基础上收取更高的价格。

一般情况下更高品质的产品或服务，需要企业为之付出更高的成本。如果企业不标出更高的价格，那么势必会压缩自己的利润空间。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

针对提供更高品质产品和服务的上市公司，投资者必须考察以下几个问题：

这种高品质在多大程度上能够被竞争对手模仿

同一种产品或服务，不同的企业会分别将自己的定位瞄准不同阶层的消费群体，并且普遍呈现出高端高价、低端低价的特征。也有一些企业，用不同的子品牌分别去做高、中、低端，并分别对应不同的价格水平。

有些时候，高品质难以被竞争者模仿，可能是由于这家企业拥有特别的技术壁垒，又或者是竞争对手将品质提高到相同水平必须付出更高的成本。这种情况下，竞争对手很难跨界抢夺中高端市场。

还有一些时候，高品质很容易被竞争对手模仿。如果有利可图，竞争对手就会很快跟进。竞争对手暂时没有进入中高端市场，或许是因为这一块利润还不足以吸引它们。一旦中高端市场有所起色，情况又会变得不一样了。

因更高品质而带来的成本上升能否转移给下游客户

客户是否愿意为更高品质的产品或服务额外埋单？如果客户对高品质的享受不感兴趣，或者这种享受的满足感不明显，那么这种高品质战略就是不成功的。

花费更多的金钱会让消费者痛苦，而获得更高品质的享受会让消费者愉悦，这个愉悦指数必须超过前者的痛苦指数，才能促使消费者为高品质的享受额外埋单。收入越高的消费者，开支的痛苦指数会越低。所以价格水平在一定程度上已经决定消费阶层。

但如果企业面向的客户并不是终端消费者，而是下游的企业，那又是另一回事了。因为下游企业在采购时无法获得消费享受的满足

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

感，下游企业考虑的是它的客户（可能是终端消费者，也可能不是）能给高品质定出多高的溢价。

一般说来，一条产业链上，越靠近终端消费者，企业通过高品质产生溢价的能力也越强。

消费金字塔及周转率的问题

越高收入阶层对应的人口数量越少，从上而下呈金字塔形分布。如果高端产品或服务在价格上与中低端拉得太大，会使得消费群体急速减少。

此时，企业又不得不考虑周转率的问题。即使高端产品拥有很高的利润率，但由于消费群体减少而使得周转率降低，对于企业来说总的利润是在降低的。

这就好比，低端企业的产品成本80元/个，按100元/个出售，每个赚20元。高端企业的产品成本120元/个，按200元/个出售，每个赚80元。但是相同的时间内，前者销售了10个，后者只销售了2个。那么前者的利润为200元，多于后者的160元。

定位高端的企业必须平衡利润率和周转率，在其中找到最合适的盈利点。

被记住且被认可的品牌

低成本的最好标识就是价格，“价格会说话”，客户可以从价格上轻易识别。但是高品质却需要一个品牌来标识——并非企业标出一个更高的价格，客户就会认为这是高品质并为之埋单。

品牌的力量，很大程度来源于两个层面：第一，是信息不对称造成的。同一类产品，品质差距越大，信息不对称越严重，那么品牌的

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

力量就越大。第二，如果产品的价值量高，会加强品牌的作用（如果选择不当会造成较大损失）。因为消费者不清楚这个产品的好坏，所以就依据品牌来进行判断，愿意给好的品牌更高的价格。品牌溢价能力是强是弱，通过对比同类产品的价格及利润率，就可以简单地判断出来。需要注意的是，许多品牌很出名，但是企业却无法获得品牌的溢价。这种类型即“被记住但不被认可的品牌”。

在房地产行业，消费者往往以地段、周边配套、价格、户型等作为主要辨别手段，而房地产企业品牌常常被放在最末的位置，和物业服务等因素平齐。消费者可能知道很多房地产开发商的品牌，但并不愿意为之付出过高的代价，这就属于记住但不被认可的品牌。所以很少有房地产企业依靠品牌所带来的产品溢价获得高质量成长（针对金字塔尖富人的高端地产除外）。

高品质与价格

如果更高品质的产品或服务，客户仅需要支付相同或略高的价格，那么客户对价格的敏感度就会大大降低。此时低端的产品或服务提供商受到很大的挤压。

上市公司有时以更低的价格提供更高品质的产品或服务，之所以这样做，可能是成本控制和品质控制上都十分优秀，也可能是为了抢夺市场份额，即使压缩自己的利润空间也要将竞争对手挤出市场。

面对这种情况，如果竞争对手无法及时调整战略，将价格降至更低，或将品质提至更高，就会被市场淘汰。当然有一种情况例外——除非此时竞争对手具备“差异化的体验”。

差异化的体验

差异化是由每个人对事物的喜好差异或不同的需求出发点等因素造成的。就好像有的人喜欢吃苹果，而另一些人则更喜欢吃梨。但我

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

们不能说苹果比梨的品质更好。

“差异化的体验”与“更高品质的享受”之间最大的区别在于：如果不考虑价格因素（或价格相同的情况下），各种差异化的产品或服务都会有一定比例的客户选择；如果不考虑价格因素（或价格相同的情况下），绝大部分客户会选择更高品质的产品或服务。

并不是所有的行业都能够提供“差异化的体验”。差异化多集中在面向终端消费者的行业，多与“体验”二字有关，常见的有食品饮料、烟草、医药、旅游、软件、广告、新闻出版等。

差异化的好处有：（1）可以不必花费过高的成本，就能避免与竞争对手正面交锋。（2）差异化使得企业总能满足一部分消费者的喜好。而且这种个人偏好往往不容易改变，容易形成长期的忠实客户。

但是，并非所有的差异化都能获得成功，投资者需要注意以下三点：（1）差异化能否被竞争对手复制？如旅游景点作为自然资源，几乎不具备可复制性。当然一些人造景点除外，如游乐园。但是，一旦街角的馄饨店生意好，对面的粉面馆很快就可以兼营馄饨。（2）差异化并不代表盈利能力强。如果差异化的可复制性弱，那么差异化可以在一定程度上阻挡竞争对手的介入。即便如此，也并不代表差异化能够给企业带来额外的利润。因为每个喜好圈子的消费人数不同，对价格的敏感程度不同，而企业的成本等也不同。必须进一步查看企业的利润情况。（3）有时差异化和品质不能完全区分开。不同产品或服务在实现差异化的同时，也可能具有品质差距。如苹果的产品具有独一无二的iOS操作系统，但同时也代表着高品质。

为何会失败

有时企业已经占据了三个要素中的某一个，但最后仍然失败了，这是为什么？

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

对于客户来说，某种产品确实具有“更低的获取成本”。但是，当客户的收入提高到一定水平后，对该产品的价格已经不敏感，而更在乎“更高的品质享受”或“差异化的体验”。又或者，“更低的获取成本”相对竞争对手而言优势并不明显。这种现象在低价值量的产品上比较常见。

对于客户来说，某种产品确实可以获得“更高品质的享受”。但是由于其价格过高，远超大部分客户的承受能力，客户不愿为之付出过高的代价。如曾经的豪车品牌萨博、悍马等，都已经消失在人们的视线里。

对于客户来说，“差异化的体验”也会随着潮流的变化而更迭。也就是说，客户对某一产品的差异化不再感兴趣，又或者被另一款差异化的产品取而代之。

除非产品供不应求，属于卖方市场，否则在“更低的获取成本”“更高品质的享受”“差异化的体验”三个因素里，企业必须至少占据一个因素。即便如此，投资者仍然不能高枕无忧，还必须继续保持警惕，观察竞争者、替代者的动向，以及客户口味的变化。

[1]即“规模不经济”。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第二节 竞争优势与护城河

什么是护城河？常见的护城河有哪些？哪些护城河又深又宽？

护城河一定能够带来企业的高成长吗？上市公司具有护城河就一定值得购买吗？

什么是护城河

企业或多或少都有自己的竞争优势，但并不是所有的竞争优势都称得上“护城河”。

护城河有两种，一种是行政特许经营或者区域垄断，另一种是持续的难以复制的竞争优势。

行政特许经营

某些经营项目，只有相关部门批准的企业才能运营，这样的项目也叫“公用事业项目”，如天然气运营、垃圾焚烧发电、自来水处理及供应、有线电视运营、高速公路、地铁运营等。

对于行政特许经营项目来说，并非所有的资本都可以进入。许多城市的某一项公用事业项目，都只有一家供应商。这些行业往往缺乏竞争。因此行政特许经营项目的利润可以得到一定保障。

但同时，这些行业的价格也受到管制，消费者不可能无限制地为之付出高价，特别是其中的许多项目还与民生息息相关。政府必须保障绝大多数人都能消费得起。这使得它们的利润水平被控制在合理范围内。

由于限制了资本的进出，公用事业型公司天生就有护城河。一个硬币两个面，公用事业公司即便具有很强的竞争力，也很难跨区域去

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

抢夺市场——除非这块区域还没有提供类似公共服务的公司——这使得它们的市场空间也受到限制。

强竞争优势的特点

所有的竞争优势，最终的结果都将体现在“降低客户的获取成本”“提供更高品质的享受”和“提供差异化的体验”之上。企业必须占据至少一个点，才能说得上具备竞争优势。而竞争优势的强弱程度，主要体现在可持续性，以及竞争对手仿效的容易程度上。

首先，投资者必须要意识到，有的时候“竞争优势”看上去很美，但最终却没有体现在低成本、高品质、差异化之上，那么一切都是徒劳。投资者必须再次检验“竞争优势”。

例如，一些多元化上市公司宣称具有交叉销售的优势。所谓交叉销售优势，最终无疑是体现在更低的销售成本之上的（更有效率的营销），因为交叉销售无法改变产品的品质和差异化的属性。这时需要将上市公司报表中的销售成本拉出来，和同行进行横向比较。如果（销售成本/营业收入）并没有更低，那么这家上市公司即使有交叉销售，也并不构成“优势”。

其次，如果竞争优势持续时间不长，那么很难给投资者带来满意的回报。例如，某高科技上市公司研发了一项新的电子芯片，更快、更强、更便宜。但不久后竞争对手又研发出更新更好的芯片。此时原上市公司的竞争优势即不复存在。高科技公司必须不断进行新品研发，才能保持领先。同样的道理，如果企业的某一项竞争优势很容易被竞争对手模仿，那么这种竞争优势就是短暂的，无法持续的。

常见的竞争优势

所谓竞争优势，就是“我有但别人没有的”。如果大家都有，就没所谓的“优势”了。投资者必须找到这家上市公司在竞争中独特的

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

地方，别人没有的地方。下面我们来谈谈几种常见的竞争优势：

绝密配方

可口可乐的配方一直为世人津津乐道。“可口可乐之父”伍德鲁夫曾自豪地说：“即使一夜之间在世界各地的可口可乐工厂都化为灰烬，我也完全可以凭可口可乐这块牌子从银行获取贷款，东山再起！”

除可口可乐外，云南白药、片仔癀、同仁堂等中药企业也拥有绝密药方。而贵州茅台酒，也只有贵州茅台能够酿制。绝密配方的最大好处，就是无法被竞争对手复制。绝密配方的竞争优势主要体现在“差异化的体验”上，有时也代表“更好的品质享受”。

然而并不是所有的绝密配方都会给投资者带来回报。这需要绝密配方带来的“差异化的体验”或“更好的品质享受”被市场认可才行。具体的分辨方法很简单，看一下上市公司历年的利润变化情况即可。上市公司的利润情况即代表了这项绝密配方的盈利能力。

专利权

专利权又分作发明型专利和外观设计型专利（我国分作发明专利、实用新型专利和外观设计专利），其中对企业盈利贡献较大的主要是发明型专利。

专利在获取前往往投入了大量经费，因而法律保障其在专利有效期内，任何企业使用其专利技术，都必须经过其同意。而专利有效期到期后，任何企业都可以免费使用专利。

专利一旦申请，那么其他企业也就无法复制。专利权的竞争优势主要体现在“更好的品质享受”或“差异化的体验”上。但是要注

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

意，如果知识产权保护不到位，低成本仿制品猖獗，也会使投资者的回报低于预期。

品牌

品牌对应了一个产品或服务的名字，这是无法被竞争对手复制的。我们经常能听到“某某品牌价值××亿元”一类的宣传语，那么品牌真的有这么大的力量吗？

品牌给企业带来的竞争优势究竟体现在哪个方面呢？既不是“更好的品质享受”，也不是“差异化的体验”，而是更低的销售成本。

企业花费销售费用需要达到两种效果：一是增加销售量，二是提高产品在消费者心中的溢价。企业的品牌建设，也是要达到这两个效果。品牌的作用就是在消费者脑中，建立起其产品或服务在“更低的获取成本”“更好的品质享受”“差异化的体验”之中的某一个或几个形象。

产品品质好并不是由这个品牌带来的，而是品牌背后对应的产品或服务带来的。品牌只是将这个“品质好”与具体产品之间建立联系，以达到以下两个目的：（1）使得客户在需要类似的产品或服务时，能够自然而然地想到该品牌，从而节约营销费用。（2）使客户愿意付出更高的代价来获取该产品或服务。而客户之所以愿意付出更高的代价，无非是避免付出尝试成本。

需要注意，并非所有的品牌都能给企业带来实惠。在品质差别不大，或者不具备差异化的领域，品牌的作用其实不大。

自然资源

主要包括自然景观（旅游）、能源、矿产、海洋、森林等。一部分资源不具备可复制性，如自然景观，此外还有一些世界储量较少的

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

稀土矿藏，此类竞争优势主要体现在“差异化”上。而其他的自然资源，同质化严重，但开采的成本却根据地质条件而不相同，此类竞争优势主要体现在“更低的获取成本”上。

规模

规模因素可以体现为规模经济或规模不经济。规模经济主要是规模扩大的过程中，固定成本被更多的产品分摊，从而单品固定成本降低。而规模不经济则是规模达到一定程度后，由于机构臃肿、资源浪费所带来的负面效果。

当某个企业的规模达到一定程度后，就具备了影响整个行业的话语权。竞争对手要撼动它的地位，需要一个竞争的过程。这种优势地位，有时比较坚固，有时则转瞬即逝。行业变化越快、产品或服务的边际成本越低、这家企业自身达到优势地位所花的时间越短，那么优势地位也就越容易消失。

福特、通用都曾经是汽车业的霸主；诺基亚曾经是手机业的霸主；IBM曾经是计算机制造业的霸主；网景曾经是浏览器的霸主；柯达曾经是相机及胶卷行业的霸主。但是，时过境迁，都已经风光不再。

转换成本

转换成本是游离在企业产品价格之外的成本，这个成本是客户需要付出的成本——当客户转而使用其他企业的产品或服务时，就必须付出额外的成本。

转换成本是客户需要付出的代价，对于企业来说是“负成本”。企业产品的转换成本，体现在竞争优势上就是“更低的获取成本”。

转换成本构成一道天然的护城河。转换成本越大，那么护城河也就越深。但投资者需要注意，某些行业内所有竞争个体都具有相同的

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

护城河——护城河在保护其不受侵害的同时，也使得扩张的步伐困难重重。

常见的转换成本有五种，在后面“转换成本与边际成本”一节中还将详细讨论。

领先的技术水平或生产工艺

对于企业来说，先进的技术或工艺可以使其提供更高品质的产品，或更有效率的生产（同品质下成本更低），这正是竞争优势的体现。

但是，技术和工艺很容易被模仿和赶超。即便是英特尔这样的高科技芯片生产商，技术水平也很难领先其他厂商一年。现在AMD公司的芯片，比一年前英特尔的芯片更强更便宜。

领先的技术和工艺可以构成竞争优势，但难以形成护城河。企业需要不断地提升技术和工艺，才能将一个个短期的竞争优势叠加成长期的竞争优势。这个努力奔跑的过程中，一个不小心就会被竞争对手赶超。

卓有成效的管理

在某些行业管理水平对企业的运营影响不大，而在另一些行业其重要性则尤为突出。

在护城河又深又宽的行业或企业，管理层不需要付出太大的努力即可避免遭受攻击；在生命周期处于成长期的行业，产品或服务供不应求，有时人人都能赚钱，管理的重要性也很难凸显出来；在生命周期处于衰退期的行业，管理层即使再努力，也难以避免要退出历史的舞台。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

在竞争激烈、产品或服务品质差别或差异化程度较大的行业，管理显得很重要。其重要性在产品的导入期和成熟期尤为明显。在导入期必须有卓越的管理，做出成绩，才能避免倒在黎明前。在成熟期必须有卓越的管理，才能不断将市场上其他竞争者排挤出局，提高自身的市场占有率。

管理在很大程度上依赖于公司制度，还有高层管理者的战略部署。前者的稳定性较高，后者则经常变动。如果一个企业的高层管理者经常变动，或者高层管理者内部互斗严重，会给企业的运营带来负面影响。

卓有成效的管理，对企业来说并不构成护城河。因为这个因素的可复制性和持续性都不足以形成持续而且强有力的竞争优势。

护城河误区

我们都知道关于投资有一个“护城河”的概念，就像古时攻城略地一样，护城河是保护企业的一道屏障，他可以将竞争对手阻挡在城池之外。不少投资者都将目光聚焦在找出具有宽大护城河的企业，买入并长期持有。

诚然，具有护城河的企业，利润受外界侵蚀的可能性更小。但投资绝非只是找到护城河就可以高枕无忧。护城河是加分项，属于竞争优势的一种，属于比较稳固的竞争优势。但护城河不是竞争优势的全部，更不是投资的全部，主要原因有：

（1）一些行业竞争激烈，你死我活；而另一些行业却几乎没有什么竞争。就好像好战的国度之间，没有护城河就会被人吞并；而和平的国度之间，没有护城河也能彼此相安无事，过着滋润的日子。

（2）一些企业拥有护城河，但竞争企业也具有护城河——某些行业的特性就是全员具备护城河。例如，一些行业由于产成品的运输成

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

本较高，如采砂业，使得运输成本成为其重要的护城河，采砂业具有一定的地域辐射半径。但行业中的其他企业也具有同样的护城河。在一个家家都有护城河的行业，行业中个体的盈利差异不大，使得好企业难以脱颖而出。

（3）市场容量的变化。企业具有护城河，可以将竞争对手阻挡在外，但是在不断缩小的市场容量面前，护城河也无能为力。秋收没稻子，城里的百姓照样要挨饿。

有时市场容量呈周期性波动，这是周期行业；而有时市场容量不可逆转地走下坡路，这是夕阳行业。

（4）护城河与成长性之间不构成任何充分必要条件。即拥有护城河的企业不一定有成长性，有成长性的企业不一定有护城河。企业可能同时具有两项特征，也可能一项也没有。

例如，中国移动具有较强的转换成本，客户如果更换手机号码，必须通知亲戚朋友，还必须更改在银行（房贷、信用卡、网银等）、水电费通知中心甚至儿女学校等各个地方的手机号。但是即便有这样一道护城河，中国移动也不得不面临人均月消费逐年降低，以及用户数触及人口上限的尴尬事实。

（5）一些行业还面临替代品的攻击。这就好像护城河修建得非常稳固，拿冷兵器的敌人都攻不进来，可是突然来了一帮拥有飞机、大炮的敌人，后果可想而知。例如，任凭你在手表行业建立多么深厚的竞争优势，待手机普及后，这些竞争优势都变得非常脆弱，最终手表也只能退居奢侈品消费市场。

不少投资者将目光过度聚焦在护城河上，并往往为之付出了过高的价格。当然，我的观点并不是说护城河不重要，而是说，投资需要做的工作很多，护城河只是其中很小的一部分。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第三节　盈利增长的来源

上市公司盈利增长的来源有哪些？哪些盈利增长的质量和持续性更高？

上市公司如何处理销量和价格的关系？为何有些公司降低成本对盈利增长贡献很大，有些公司却几乎没影响？

多元化能带来盈利增长吗？如何看待上市公司的多元化战略？

着眼整体

许多投资者看到了上市公司盈利增长，但不知道盈利增长是如何得来的。

企业可以通过很多种方式获取盈利增长，如改变了营销员工的KPI考核制度，或是引进了新的ERP管理系统等。这些举措的结果最终都会体现在财务报表中。以上两种举措可能会提高企业的管理效率，使得产品的销量增长；也可能增加企业的营销开支、无形资产摊销（IT开支），使得企业的成本上升。

那么采用这些举措之后，企业的利润究竟是增长还是倒退呢？尚未可知！订/阅/V/信/whair004

企业的运营十分复杂，而且许多举措还是双刃剑。普通投资者不可能盯好每一颗螺丝钉。放弃具体的、细小的运营管理细节，从运营结果去观察，更简单直接。

销量与价格

主营业务收入增长，主要可分作量和价两部分：一是销售了更多数量的产品；二是单个产品的价格提升。这两者都可以作为盈利增长

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

的来源。许多上市公司的报表中都提到了分部产品的销售量，投资者结合分部营业收入，用简单的除法即可算出分部产品的平均单价。

情况一：产品的销售数量不变，产品的单价有所提高

出现这种情况有两种可能的原因：一种是上游的原料成本上升，企业提升产品价格并将成本转嫁给下游企业或终端消费者。在价格上涨的同时，投资者还需要注意成本的变化情况。如果成本上升更多，那么盈利是倒退而不是增长。另一种原因是企业的产品供不应求，而产量短期内又无法提升。有时两种原因兼有，因为终端产品供不应求时，也会加大对上游原料的需求，从而提升原材料成本。

一些产品具有稀缺性，所以很长时间无法提高产量。如片仔癀，原料中有一味麝香，是国家保护动物麝的分泌物，每年的产量极少。

另一些产品短期无法提高产量，则是因为周期性行业的特性。当开工率达到极限以后，就必须建设新的生产线才能提高产量，而这个建设过程需要时间。

无论如何，情况一很难长时间带来持续的、高速的盈利增长。如果价格增速长期高于人们的可支配收入增速，那么产品的需求面也会越来越小众，价格上涨的动力也终会枯竭。在选择高速成长型股票时，要注意考虑这一点。

情况二：产品价格不变的情况下，销售了更多数量的产品

出现这种情况的原因：可能是产品的竞争力强，抢占了竞争对手的市场份额；也可能是产品的市场需求空间扩大，因而也带动了产品的销量。有时两种原因皆有。

在这种情况下，由于固定成本可以分摊到更多的产品上，使得单位产品的固定成本下降。除非其他成本上升，否则单位产品的成本往

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

往随固定成本的减少而下降。

产品销量的提升给盈利增长的贡献，持续能力和增长空间都比较强。除非是已经步入成熟期或衰退期的行业，而且企业的市场占有率已经非常高，否则企业总能找到销量提升的空间。

在情况二之下，产品销量的提升，不仅增加了可获取利润的产品数量，还提升了单个产品的利润空间。对于上市公司来说，这种类型的盈利增长更健康，可持续性更强。

情况三：产品的销量和价格都上升

这种情况相当于情况一和情况二的结合，具有前两种情况的特征，且结果通常比单独的情况一或情况二都好。

情况四：产品的价格下降，产品的销量上升

在大多数时候，如果产品降价促销，都会增加产品的销量。在增加销量时，会降低单位产品的固定成本分摊。因而在一定程度内，如果单位产品的价格降低值比成本降低值更小，那么单位产品的利润率不仅没有下降，反而有所上升。

不同产品的价格需求弹性不同。价格需求弹性表示需求对价格变动的敏感性。有些产品价格需求弹性大，那么价格稍微下降，就会引起需求的大幅上升。这样的产品降价促销的作用也相应较大。同样，另一些产品价格需求弹性小，那么价格下降很多，也不会带来太大的需求变化。

企业在生产时，会充分考虑价格、销量、成本之间的关系。除非是高端奢侈品，否则只要降价可以提高单品利润率，企业必定会采取降价的措施来谋求更高的利润率，毕竟降价的同时还可以提升销量。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

因此企业会不断降价，直至达到平衡——继续降价会使得利润率降低。

此时，企业又将面临另一个选择——利润率和周转率。

利润率与周转率

我们在日常生活中，都听说过“薄利多销”——这四个字非常贴切地解释了利润率与周转率之间的关系。

我们也经常听到诸如“某某行业是暴利行业”的话语。其实，如果不将利润率与周转率联系在一起考虑，会有点“不识庐山真面目”的感觉。

通常周转快的行业，利润率会相对较低。周转慢的行业，利润率会相对较高。

快周转型的行业，最典型就是销售和贸易类行业。许多此类企业的销售毛利率不到5%，净利率不到1%。除非生产商拥有很强的话语权，否则大部分销售型企业都能够赊账拿货，在货物销售完毕后，再将货款偿还给上游，然后继续赊账拿货进入下一个周转。销售型企业的资产负债表上有大量的无息负债——应付账款或应付票据。因此，对于大部分销售型上市公司来说，货物其实不占用自己的资本，越快完成销售，就越快拿到利润。

周转慢的行业，典型的有房地产行业。目前房地产企业的毛利率在20%甚至30%以上，净利率普遍在10%以上。但是房地产的周转也很慢。房地产的建设周期，从项目开工到竣工验收并确认收入，至少都在两年以上。如果按销售回笼资金的时间算，从投入土地款到销售额可以大致收回初始投资，业内最快也要一年半以上。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

1%的净利润率，一年周转12次；12%的净利润率，一年周转1次，对于企业来说，总利润是一样的。

上市公司降低价格能够提升销量，加快周转率。反之，如果上市公司通过提价来获取更高的利润率，则不得不面临周转率降低的境地。一降一升之间，上市公司可以通过“总资产净利率=销售净利率×总资产周转率”，找到最佳的运营点。

投资者不能忽略周转率，仅仅通过利润率去观察上市公司的盈利能力。

降低成本

除了销量与价格，降低成本是盈利增长的又一重要来源。本章第一节，我们讲到了企业成本优势的九种来源，按照这九个方向去努力，刚好就是降低成本的九种方法。

降低成本与利润率增加之间并非简单线性相关。有时降低成本对推动利润增长的贡献非常大，有时则不然。例如：售价100元，所有成本合计90元，税前利润10元。如果成本降低10%，变成81元，此时税前利润变为19元，增加了90%，这个幅度明显更大。而当售价100元，所有成本合计30元时，情况又要反过来。产品的利润率越低，降低成本对盈利增长的贡献程度就越高。

降低成本的可靠途径，主要是通过提高生产规模从而产生规模效应；或者是提高生产、管理、营销等经营活动的效率。如果降低成本以牺牲产品的品质为代价，那么这种降低成本的方式并不值得投资者欣喜。

各种降低成本的方法之间，有时是相互掣肘的。如要降低人工成本，有时必须增加机械设备。当人工成本非常低廉时，用机械代替人工可能并不划算。但人工成本升高到一定程度后，情况又会变化。在

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

研究上市公司时，大多数时候投资者都难以逐项搞清楚企业究竟如何降低成本。这时我们抓住主要矛盾——比较历年报表的单位产品成本变化趋势即可。

降低成本带来的盈利增长是无法持续的，并且贡献程度会随着利润率的提高而逐渐降低。因为成本不可能无限制地缩减。在选择高速成长型股票时，要注意考虑这一点。

最后，投资者需要注意，成本降低主要看单位产品的成本是否降低，而非看总成本是否降低。因为存在销售收入和成本同时降低的情况，而此时单位产品的成本却可能是增长的。

多元化

企业可以通过增加新的产品或服务来获取盈利增长，这种方式也叫“多元化”。多元化的产生可以是内生型的，也可以是并购型的。

多元化作为盈利增长的来源之一，其实与前文讲的“增加销量”是同样的作用。如果多元化的主体之间存在相同或相似的产销结构，并且可以利用共同的资源，提高效率，降低成本，那么多元化同样可以获取规模经济效应。

多元化如果运用得当，可以在相近的业务单元之间产生协同效应，达到1+1＞2的效果。除了节约成本外，还可以丰富产品链，实现交叉销售，共享客户资源。例如，网易最早是做门户网站，腾讯最早是做通信软件，但如今游戏分部贡献的收入和利润都占到它们总量的一半以上。

投资者千万需要注意，许多企业不同的业务单元之间，仅仅是“看上去”具备协同效应，或者“看上去”能够实现交叉销售——甚至许多分析师也这么看。请相信我，真正能产生协同效应的多元化比投资者所能想象到的要少得多。有时多元化带来的管理混乱，机构

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

臃肿等负面作用，甚至超越了它的正面作用。检验多元化是否具备协同效应，必须将上市公司的情况与竞争对手进行横向比较。主要可比项为营业收入及净利润增长速度、成本占营业收入的比例等。

如果企业的多元化战略跨越了两个或两个以上不同的领域，且不能产生协同效应，往往被认为是“不务正业”。例如食品、房地产、纺织、高科技等行业相互间很难产生协同效应。许多价值投资大师都表示不喜欢“盲目多元化”，彼得·林奇称之为“多元恶化”。

多元恶化可能的不利后果主要有：（1）进入不熟悉的新领域，由于缺乏竞争经验，最初必然是新领域中最弱的个体之一；（2）经营精力分散，管理结构臃肿，结果荒废了原来的主业；（3）收购多元化还可能面临收购价格过高的可能性；（4）如果多元化后使用同一品牌跨界经营，还会造成定位目标不清晰，丧失客户基础。

既然多元化可能带来这么多不利影响，那为何还有那么多企业选择跨界多元化呢？原因有很多，主要有：在原主业看不到突破口、新进入的领域更具吸引力、管理层想坐进更大的办公室、企业老板或实际控制人一直成功导致信心爆棚等。

跨界多元化成功的概率很低。只有两种情况可能例外：一是原主业已经是夕阳行业，逐渐凋零，企业面临转型，不得不跨界多元化。二是跨界进入处于产品生命周期成长期的行业，此时行业正处于“人人都能赚钱”的状态。

非经常性损益

非经常性损益也能够带来利润的增长。在“PE估值要注意”一节中提到过非经常性损益的各种情况。

非经常性损益带来的盈利增长是不可持续的。非但如此，如果非经常性损益第二年不再继续，那么盈利能力还会倒退回去。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

通常金额较大、需要重点关注的四种非经常性损益有：出售资产、持有股票（交易性金融资产）价格上涨、投资性房地产公允价值上涨、财税补贴。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第四节　理解你将要买入的公司

为何投资者往往不喜欢投资自己所从事的行业？普通投资者通过哪些途径了解所投资的行业？

投资者又要通过哪些途径了解所投资的上市公司？如何了解它所提供的服务和产品？普通投资者无法实地调研怎么办？

为什么说广告的兴衰史也是行业和公司的兴衰史？

业务是否容易理解

“找股票就像找老婆”“不懂的不做”，这些都是价值投资者熟悉的名言警句。

每个行业都有自己独特的商业盈利模式、管理运作方式，甚至专业术语。有时甚至连业内的高管也搞不清楚整个行业的运作情况——不然就不会有那么多错误的战略定位了。

例如，同样是医用影像设备，又有多少项子分类？其中CT、核磁共振、X射线分别可以用于检测或是治疗哪些疾病？各有哪些优缺点？精度如何？价格如何？适用哪些人群？

再例如，同样是海上石油钻井平台，自升式与半潜式有何区别？各自有何优缺点？需要哪些辅助设备？BP因为发生墨西哥湾石油泄漏事故，差点破产——这次事故对设备提供商又有何影响？

许多行业和公司的业务专业性强，普通投资者难以理解。投资者在下单前，先问问自己——是否能用一小段话，讲清楚这家公司的盈利模式及竞争优势？

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

对于普通投资者来说，最容易理解的业务其实是自己所从事的职业。虽然普通投资者不一定能理解整个行业，如做营销的可能了解一线销售情况，但上游采购成本的变化就不一定清楚了。但是无法否认，“春江水暖鸭先知”，普通投资者理解自己所处的行业，比了解其他陌生行业更容易。不需要很复杂的调研，从老板的精神面貌、公司同事的小道消息、找工作的难易程度、奖金的多少，普通投资者就能知道行业的景气程度和公司的经营状况。

然而，大多数人并不喜欢投资自己所处的行业或公司。正是由于投资者了解更详细，所以能够看见更多的风险。然而，许多投资者对并不十分了解的行业或公司，却敢于放心大胆地买进。主要原因也是投资者看到的都是美好的一面，而对其中的风险认识不够。人们总喜欢“报喜不报忧”，特别是券商的报告。市场上的好声音永远多于坏声音。

先从行业开始

一些行业天生就竞争激烈，而另一些行业则大家都能够吃饱喝好。挑选一个好的行业进行投资，就好比顺水行舟，获胜的概率更大。“马跑得比驴快”，大概率是这样。我只需要在马厩里挑选一匹普普通通的马，避免选择病怏怏的老马，就能跑赢大多数驴。

要了解一个行业，信息量最大的是该行业中上市公司的招股说明书。招股说明书中可以找到行业概况、发展前景、进入壁垒、市场情况、竞争地位、政策及监管说明、风险提示等。如果关注的股票招股说明书比较久远，还可以寻找其增发新股、优先股的募集说明书，里面也有相关的信息。或者也可以关注新上市的竞争对手的招股说明书。

其次，投资者可以找找行业协会的网站。行业协会可以是企业联盟组织，也可以是政府的监管部门。行业协会的网站可以找到相关的

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

年报甚至季报，以及一些相关的新闻动态。这些信息还包括了行业的供应量、销售量等重要数据，将历年的数据结合起来，可以清晰地看到行业的发展轨迹。

再次，国家统计局还有很多相关的数据，一些行业甚至还包括总产值、投资额、公司数量等信息。

最后，多关注行业内的相关新闻，多利用搜索引擎了解相关的行业知识。

财务报表

财务报表是上市公司交出的成绩单，但成绩单上却没有评分。具体的评分是投资者给出的。每个投资者思考问题的视角不同，给出的分数也不同。

财务报表上有投资者关注的各项数据，包括重要的营业收入、营业成本、净利润、每股收益、净资产收益率等。在财务报表的开头，往往还提供有行业及公司在这一年的发展概况、董事长或总经理寄语以及未来的发展目标等。这里特别要注意公司对市场的描述，以及未来的发展目标。这些内容很大程度反映了公司高管的市场敏锐度和战略眼光。

如白酒行业最近的景气顶峰在2012年及2013年上半年，2013年下半年后由于塑化剂、反腐、酒驾入刑等事件，进入调整周期。我们来看看站在当时最景气的2012年初，贵州茅台年报对市场及未来的描述：

2011年，白酒行业产量突破1，000万千升，行业销售收入突破3，000亿元，利润等指标再创历史新高。许多白酒企业开始大规模扩产，很多省市都出现了由政府主导的白酒工业园区，从长远来看白酒产能会供大于求，白酒行业将会经历从竞争淘汰、整合规范到相对集中的过程。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

白酒行业竞争将更加白热化。当前，我国白酒行业在产能规模、产品数量、品牌种类、生产厂家等方面，出现严重过剩、过多、过杂、过乱的现象，各类资本竞相进入白酒行业，行业泡沫风险加大，行业竞争更加激烈，从小企业到大企业，从地方政府主导的白酒产业园到区域化品牌全国性扩张，全国白酒进入了新一轮产能扩张期，加剧行业产能泡沫风险和竞争激烈程度，未来白酒市场在价格、品牌、渠道、消费群体、资本结构等方面将会有较大的变动，中国白酒行业可能会出现重新洗牌的格局。

翻看其他酒企同一时间的年报，大多表述为对后市的强烈看好，如“持续稳定增长，高端市场依然景气、中端产品增长迅猛，整个市场潜力巨大”“收入水平提高、消费水平提高，行业发展前景依然看好”等。

而后的情况我们都知道了，在全行业利润下滑的情况下，贵州茅台在2013年、2014年一枝独秀。

此外，很多重要的数据藏在财务报表最后的附注里。附注解释了许多财务会计科目的执行标准以及变动原因等，还提供了许多补充数据。

财务报表代表的是过去的成绩单，并不能说明未来情况——而股票反映的是投资者对未来的预期。这正是研究财务报表的矛盾之处。再加上财务报表也有粉饰及造假的现象存在，使得市场上存在许多“财务报表无用”的言论。

财务报表对投资的意义主要表现在以下三个方面：

（1）罗马不是一日建成的，公司也不是一夜之间就变好或变坏的。公司的发展是一个逐渐变化的过程，就像苹果一样每天红一点。如果上市公司的产品受到客户的喜爱，投资者可以看到营业收入逐步增长的过程。如果下游的日子不好过，投资者也可以看到应收账款逐渐变多的过程。通过观察财务报表的变化趋势，可以使未来的判断更加准确。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

（2）拥有宽广护城河，拥有持续竞争力的公司，往往有一张稳健的报表。如果某家公司的业绩经常起伏不定，那么很可能其所在的行业多变故，或频繁遭遇竞争对手的攻击。财务报表在一定程度上可以检验企业的竞争能力——在优秀的成绩单里找好学生，成功的概率更大。

（3）一年的财务数据漂亮不能说明什么问题，但如果公司最近三年、五年，甚至十年的财务数据都十分亮眼，那么至少说明这个公司在过去较长的一段时间里是“好学生”。好学生继续考高分的概率，要大于坏学生变好的概率。

除了投资标的的财务报表，投资者还必须关注同行其他上市公司的财务报表，因为有比较才会知好坏。

了解产品或服务

上市公司究竟生产什么样的产品或提供什么样的服务？是面向高端、中端，还是低端？公司的产品或服务与竞争对手相比，在“获取成本”“品质”“差异化”上有什么优势？目标客户又是怎么看的？

如果上市公司的产品或服务是面向终端消费者的，那么投资者可以选择体验一下。但是要特别注意，不要以自己的看法代替消费市场的看法。因为我们每个人的收入水平不同，而且每个人的喜好也不同。投资者在体验时，除了购买使用以外，还可以看看销售门店的人流情况，服务人员的态度，或者问问朋友的看法等。如果产品在网上也有销售，还可以多看看销量和评论，重点关注中评和差评。除此之外，也要留意一下竞争对手的产品情况。

如果上市公司的产品或服务并不是面向终端消费者的，那么投资者可能接触到的机会就较少。如工程机械，又或者广告策划服务，大多是提供给公司或私人业主。此时实地调研可能是比较好的解决方

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

法。例如，和公司投资者服务部门甚至高管交流、与供应商或经销商交流、查看公司库存情况等，甚至厂区门口快餐店的生意情况、工人是两班倒还是三班倒（等于调查开工率）等，都可以作为调研的方法。

但是对于普通投资者来说，实地调研的成本太高，几乎无法完成。解决的方法主要有：关注新闻报道、关注专业论坛、关注行业协会的总结报告等。其中专业论坛是最好的充电器，在论坛里可以接触到许多业内人士，投资者还可以发帖询问。如在ABBS建筑论坛，可以找到建筑设计、建筑施工甚至装修等相关的信息，投资者可以在论坛里发帖询问：混凝土泵车哪家强？除此之外，投资者还可从专业论坛里学习到许多行业内的知识，了解行业一线的景气情况等。

广告

财务报表是上市公司最想告诉投资者的，而广告则是上市公司最想告诉客户的。营销部门一天到晚苦心研究产品定位、讨论客户的看法、调研竞争对手的动作……营销部门才不会想到投资者也在看广告呢！

广告的兴衰史，也是行业和公司的兴衰史！其实整个广告行业的景气度，也是一国经济的景气度——投资者可以从央视的黄金资源广告招标大会，看出整个国家的经济景气程度。

当一个周期行业处在景气周期时，或产品生命周期处在成长期时，我们能看到满世界都是它的广告。广告繁荣的背后是整个产业的繁荣。还记得多年前打开电视机，满屏都是VCD、DVD机广告吗？当时影碟机的主要诉求点是智能、清晰度、纠错能力、卡拉OK功能等。电视广告中三个广告里有一个就是卖影碟机的，影碟机也很快进入千千万万百姓家。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

后来，我们逐渐发现电视上的影碟机广告越来越少，而后就销声匿迹了。影碟机广告开始出现在各个超市、家电卖场的宣传单页上，旁边赫然印着一个大大的价格。当一个行业的广告以价格为主要诉求点时，可想而知业内的企业日子都不大好过。大打价格战的行业，通常供过于求且利润微薄。

经济或行业不景气时，营销费用是首先被削减的。紧接着我们就见不到影碟机的广告了，因为产品的利润空间非常薄，广告所增加的固定成本足以将公司自身驱逐出这个行业。影碟机也慢慢被放置在不显眼的位置，最后实体店很难找到影碟机的身影。目前只有在网络电商才能买到影碟机。

后来，我们也看到了手机广告从少到多，再从多到少的变迁史。其中手机品牌的变迁史，也是手机厂商的变迁史。而现在我们正在经历的红火广告，则是汽车广告，这也从另一个方面说明汽车行业的景气程度。

投资者还可以从广告上看到公司产品或服务的主要卖点、客群定位等信息。关键的卖点都会体现在广告词里，而最终的焦点无非还是落在“更低的获取成本”“更高的品质享受”“差异化的体验”这三个方面。其中价格是最直接的，也是最不用过多解释的，“价格会说话”。但是以价格为主卖点，对于投资者来说并非好事。如果广告主要卖点集中在“更高的品质享受”或“差异化的体验”，此时投资者应当重点关注这个定位是否成功，与产品是否相符，多大程度上能吸引客户等。

从广告的风格和配乐也很容易了解到客群定位。针对年轻人的广告，节奏较快，颜色鲜明。如果面向年轻人的广告死气沉沉，颜色灰暗，那么势必会遭到目标客群的心理抵制。如果一个广告看了好几次，还是记不住品牌的名字，那么也是一个失败的广告。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

当消费者对商品的认知价值超过其出售价格时，就会发生购买行为。而广告在这其中起到了非常重要的作用，它是产品或服务与客户的“第一次亲密接触”。所以，广告也是投资者了解公司业务的一个重要窗口。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第六章　价格与供求

第一节　不安分的价格因子

价格下降，需求上升，这是经济学常识。但为何有些商品人们却是买涨不买跌？

对于销售奢侈品的上市公司，投资者应当重点关注什么？

什么是消费升级？为何说抓住了消费升级的浪潮，就能从中发现十倍股？

一些上市公司的产品具有投资和投机属性，投资者应当怎样看待？

只买贵的，不买对的

对于一般商品而言，价格上升，需求随之下降。这主要是由两个因素造成：一是替代效应，如腰果价格上涨，我们可能会更倾向消费杏仁，于是腰果的需求就减少了；二是收入效应，在我们收入不变的情况下，价格上涨意味着我们能购买的量（需求）减少了。

但在实际生活中，并非所有商品都属于这种情况。在电影《甲方乙方》中有一句经典的台词：“有钱人就是只买贵的，不买对的！”

有一个故事大致是这样的：一家珠宝店长期生意冷清，店主黯然神伤，吩咐员工把珠宝降价一半出售。谁知员工听错，以为老板要涨价，于是把所有珠宝的价格都提高了一倍。结果呢？一天后，所有柜台的珠宝竟然全部卖光了！

凡伯伦商品

凡伯伦商品的特点就是带有社交炫耀属性。因为炫耀效用在商品的价格中占据巨大的比重，所以这类物品的价格非常昂贵，多为奢侈

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

品。与此有关的上市公司有老凤祥（600612）、明牌珠宝（002574）、东方金钰（600086）、飞亚达（000026）、千足珍珠（002173）、潮宏基（002345）等。

需要说明的是，只有当商品的炫耀属性超过替代效应和收入效应时，才会出现价格与需求同步上升的情况。对于经营凡伯伦商品的上市公司，投资者应当着重关注其产品在高端收入阶层中的影响力，重点考虑产品具备稀缺性、炫耀属性的可替代性弱的上市公司。

上市公司的产品可替代性较弱，具有稀缺性，才能使炫耀属性超过替代效应，消费者难以从其他类似产品获得炫耀的快感。炫耀属性超过收入效应，即该产品虽然昂贵，但在高端阶层的收入中占比不大，消费者获取到的炫耀快感指数，大于其支付更多金钱的痛苦指数。

我们简单将社会的阶层按收入水平划分为金字塔形：

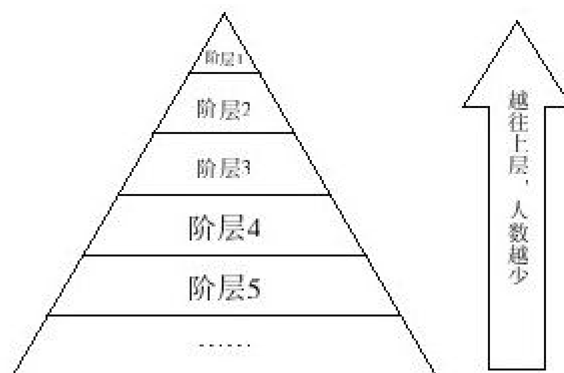


图6-1　收入的金字塔

某种奢侈佩戴品D，可被替代性弱，购买人群主要是阶层1和阶层2。当其单价为10万元时，阶层1的需求是200个单位，阶层2的需求是100个单位。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

当D的价格上涨至15万元时，阶层2的需求减少至50个单位。D的价格虽然上涨，但由于其品牌形象宣传到位，使得消费者认为佩戴D成为更顶级人士的身份象征。于是涨价后阶层1反而更流行购买，其需求量上升至300个单位。最终结果，价格上涨后，总需求不但没有下降，反而上升了50个单位。

在一个均贫富的社会，奢侈品是没有市场的。首先，这是因为奢侈品往往是稀缺的，如果人人都能购买，就起不到炫耀的作用。其次，如果奢侈品不能区分阶层的身份，也就无法满足炫耀需求。正是一部分人先富起来，才使得奢侈品市场爆炸式发展。从20世纪90年代开始，红木家具、名人字画、古董等都经历了一轮令人咂舌的价格暴涨。

正是由于贫富差距拉大，才催生了奢侈品市场，给了此类上市公司广阔的发展空间。

当D的价格下降至5万元时，又会发生什么事情呢？需求会下降吗？此时D的炫耀属性大大减弱，阶层1已经完全不屑于购买，需求量直接降为0。阶层2中的需求也从原来的100个单位下降至80个单位。但是，由于价格下降，产品D进入阶层3的视野。阶层3购买D，一方面满足炫耀的心理，将自己与阶层4、阶层5区分开来，另一方面也是出于改善自己生活质量的目的。由于阶层3的人数更多，对D的需求由0暴涨至500个单位。最终结果，价格虽然下降，但总需求仍然上升了280个单位。

上面这个例子，得出一个看似矛盾的结果，不论D的价格上升还是下降，需求量总是在上升。

这样看是不是很矛盾？

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

实际上，此类上市公司的价格策略非常关键。奢侈品在价格变动的同时，品牌形象建设必须同步跟上。首先，奢侈品价格上升，必须获得高端阶层对炫耀属性的认可，才能增加其需求，否则就是无米之炊；其次，一旦奢侈品的品牌形象下移，那么想再次恢复原高端形象就很难了。所以，此类上市公司投资者应当重点关注产品在高端阶层心中的品牌形象和地位。

消费升级

分析奢侈品市场，比普通商品来得更复杂。上例第二种情况，可以从另一个范畴考虑——消费升级。

我们在旧电影中经常看到一个场景，就是老板身边总有个跟班，工作就是保管老板的大哥大——当时的大哥大无疑是奢侈品。21世纪初开始，手机的价格从金字塔顶端走下来，走进普通大众消费者。手机价格逐步下降，面向的消费者也从阶层1，下沉到阶层2、阶层3、阶层4……就像一颗核弹投下，引爆了整个市场。

在那个年代，手机的生产商和经销商都狠狠赚了一笔，我老家的小县城，不少人就是当时开手机店赚了第一桶金。遗憾的是，当时的手机巨头如诺基亚、摩托罗拉，国内少有投资渠道，而手机经销商的上市企业几乎没有。好在挖金矿能发财，卖铁锹也能发财。我们可以通过港股的中国移动（00941），看看这个被引爆的市场。

注：1999年2月中国移动从中国电信中分拆出来，1998年数据为分拆前移动部分的数据。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

表 6-1　1998—2014 年中国移动经营状况

年份	营业收入（百万元）	净利润（百万元）	用户数（万户）	人均月消费（元）
1998	26345	6900	1553	366
1999	38623	4797	2574	299
2000	64984	18027	4513	221
2001	100331	28015	9057	141
2002	128561	32742	11768	115
2003	158604	35556	14162	102
2004	192381	42004	20429	92
2005	243041	53549	24665	90
2006	295358	66026	30123	90
2007	356959	87062	36934	89
2008	412343	112793	45725	83
2009	452103	115166	52228	77
2010	485231	119640	58400	73
2011	527999	125870	64960	71
2012	560413	129274	71030	68
2013	630177	121692	76720	67
2014	641448	109279	80660	61

从表6-1可以看出，1998年中国移动用户人均月消费额为366元，之后一路下滑至2014年的人均61元。这个用户消费金额的下降，并非用户消费量的降低，而是通信资费的下降造成的。在这十几年的过程中，中国移动大致经历了纯通话收入阶段，短信收入大增阶段，数据业务收入大增阶段。其中通话时间的可比性较高，1998年，移动用户平均通话时间是393分钟，2013年是453分钟。

虽然中国移动的资费下降较快，但由于手机的普及，增加了更多的消费群体，使得中国移动的用户数量也猛烈上升。1999—2008年的这十年，是中国移动的黄金十年，用户数量的增加很大程度摊低了移动基站建设的固定成本。十年间，中国移动的用户数量增加了16.76倍，营业收入增长了9.68倍，但是利润增长了22.51倍！

自2009年开始，用户数量的增长带来的消费升级优势已是强弩之末。2009—2014年，中国移动的净利润原地踏步甚至有所萎缩。2014年末，中国移动的客户有8.07亿户，加上中国联通2.99亿户，中国电

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

信1.86亿户，总计已达12.92亿户。相对于中国不足14亿的人口数量，考虑到大部分人只使用一个手机号，再排除一些不使用手机的幼童和老人，这个用户数量未来难以大幅上升。

中国经历了几次大的消费升级，抓住浪潮，就能从中发现十倍股。20世纪90年代开始，走进寻常百姓家的电视机，产生了牛股四川长虹（600839）。这一现象同样也在空调等家电行业中上演，于是有了大牛股格力电器（000651），随后也催生了电器经销商大牛股苏宁电器（后改名“苏宁云商”，002024）以及在港股上市的国美电器（00493）。21世纪开始，除了之前说到的手机，还有一个正在进入寻常百姓家的，就是汽车。上汽集团（600104）2004年营业收入74.9亿元，净利润19.8亿元，而2014年营业收入6300亿元，净利润259亿元，十余年时间分别增长84倍、13倍。

投资和投机商品

带有投资、投机属性的商品，也具备价格与需求同向变动的属性。这些商品主要是贵金属、房地产、有价证券以及艺术收藏品等。那么，为什么这一类商品价格上涨，反而催生更多的需求呢？

主要是因为价格上涨带来的“财富赚钱效应”，超出了其本身的替代效应和收入效应。

如房地产，房价上涨带来了账面上的浮盈，刺激了投资和投机需求。房价上涨速度越快，这种浮盈也就越明显，刺激也越大。与此同时，由于房地产是一次性大额消费，即使是自住需求的客户，在房价上涨时也思量着早日出手，以降低购买成本。

综上所述，房价上涨对自住、投资、投机三种需求均有促进作用，合力就形成了“买涨不买跌”的心理。在投资投机需求的助涨助推下，房地产的周期时间更长，周期强度也更深。在价格上涨的趋势

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

中，往往形成“量价齐升”的局面。同样的道理，在房价下跌期，投资和投机需求遭到巨大的打击，而自住需求的客户也在租房观望，此时往往是“量价齐跌”的局面。

如果上市公司经营的产品具有投资和投机的属性，那么往往具有更强的周期性。投资和投机需求，会将其产品的价格和销量推升至难以置信的位置。虽然此时一片繁荣，但投资者需要清醒地认识到，等投资和投机需求耗尽，周期反转，最终的结局无疑是一地鸡毛。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第二节　不可忽视的供与求

为何要警惕"外来的掠食者"？从哪里寻找外来掠食者的蛛丝马迹？

某行业未来需求不断增长，投资者买入对应的低估值股票，可是为何最终还是全军覆没了？

投资者可以很容易从相关行业协会、监管部门或是统计局获取供应端的相关数据。但是，需求端却难以捉摸，投资者无法知道市场有多少真实需求。那么，投资者该怎么办？

房地产崩盘论，早在2004年就有，然而当年没买房的人，肠子都悔青了。为何看似不合理的房价，一路高歌猛进，并且持续十年之久？中国的房地产究竟还能火多久？投资者还能不能买地产股？

外来的掠食者

巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司最早经营的是纺织业务。巴菲特以这家公司作为母公司，通过一系列的资本运作，建立了今天集保险、能源、食品等多种业务于一身的综合商业帝国。然而，伯克希尔最初经营的纺织业务则不得不选择关闭。

巴菲特在接受采访时曾说，当年收购伯克希尔·哈撒韦公司是一个价值"2000亿美元"的最大人生失误。如果当初没有买入伯克希尔公司，那么公司现在的价值将是伯克希尔·哈撒韦的两倍。

其实，在巴菲特买入这家纺织公司后不久，他就意识到了自己的错误。在当时的美国，纺织行业已经处于供过于求的状况，最主要的原因是发展中国家制造业的兴起。大量廉价的海外纺织品涌入美国市场，形成严重的供大于求局面，挤压美国本土企业。纺织业作为劳动密集型的产业，劳动力在成本中的占比较高，发展中国家的廉价劳动力是美国本土企业无法提供的。最终的竞争结果是，纺织业几乎在美国本土消失。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

美国本土纺织企业的衰落，供应端这一头最早提供了可观察的迹象。当纺织行业供过于求时，并不需要很强的分析能力，就可以发现外来的纺织产品。而在当时的美国，即使竞争力再强的本土纺织企业，也不得不面临每况愈下的经营局面。

投资者都喜欢需求处于上升态势的行业，这意味着这个行业“前景”被看好。这个时候，千万不能太乐观，不要忘记观察供应端的状况。如果供应量比需求端的增长速度更快，那么仍然会产生供过于求的局面，结果往往是“量升价跌”。出现量升价跌现象，应当引起投资者的密切关注，此时企业利润并不一定增长，反而有可能（但并不一定）出现倒退或亏损。

假设行业整体的需求处在上升态势，而行业中的竞争个体并没有增多，说明这个行业具有准入门槛——我们乐于看到这种情况。反之，则说明这个行业进入门槛低，增长的需求可能被外来者蚕食——我们必须打起十二分精神。

潜伏在供应端的危机

如果某一行业利润丰厚，不仅行业内的生产企业会扩大生产规模，还必然引起外来资本的觊觎。如果产业没有进入门槛，那么投资者可能面临这样的尴尬——在某一时点，你判断该行业未来拥有不断增长的需求，前景看好。你花了很多时间，做了很多功课和调研，最后你的判断是对的，你也买入了对应的股票。只是万万没想到，粥多的同时，庙里来了更多的和尚……

这种情况其实还比较常见，投资者经常会踩中“地雷”。比如说目前严重供过于求的多晶硅产业，我们在网上可以找到2007年初的一篇研究报道，其中写道：

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

我国多晶硅2006年总产量仅480吨[1]，国内市场的需求超过4000吨，其中太阳能产业需求接近3000吨，因此绝大部分多晶硅必须依赖进口。硅原料供给不足和成本过高已成为制约我国光伏产业发展的瓶颈。

从当时的这一篇报道看，多晶硅行业确实是前途一篇光明。当时的多晶硅供不应求几乎是显而易见的。而后的几年发生了什么事情呢？

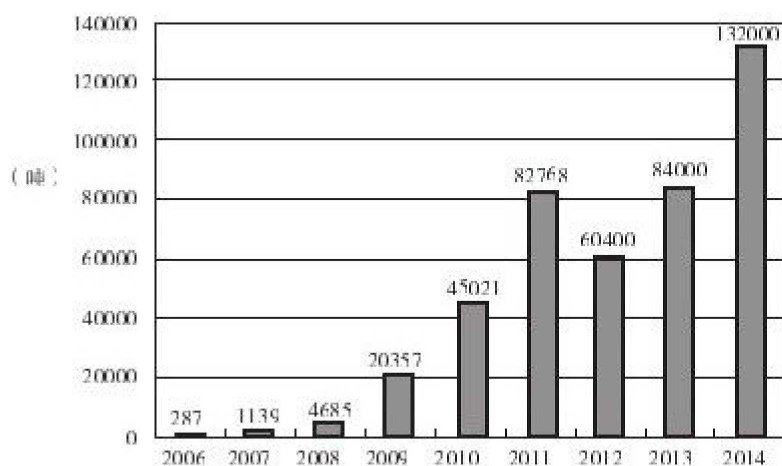


图6-2　2006—2014年中国多晶硅产量

注：数据采自行业协会及工信部网站。

如图6-2所示，多晶硅的产量爆炸式增长。站在我们现在的时间节点，很容易判断产能过剩。但是在过程之中，判断拐点并不容易，各行各业均是如此。类似的事情，也曾在2007年的钢铁行业上演。投资者必须密切地关注行业的供需情况。

2010年初，一篇关于多晶硅的报道中，已经出现产能是否过剩的争论。

自国务院发布“38号文”以来，业界对我国多晶硅产能是否过剩一直争论不休。究竟如何看待我国多晶硅的产能、产量，多晶硅产业的现状和前景，我们约请业内专家从光伏产业

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

发展前景研判多晶硅产能是否存在过剩现象，同时也让他们对如何提高国内企业竞争力发表看法。

其中一位专家的言论：

2009年全国的多晶硅产量为1.8万吨～2万吨，需求4万吨左右，约50%需要进口。目前实际产量仍然不能满足需求。对于过剩问题，有许多争论，较集中的意见是，目前供不应求，但潜在产能过剩。国际金融危机后，国内多数多晶硅企业处在极端困难的状态，部分企业已亏损，一些小厂相继停产。事实证明，国家“38号文”提出行业预警是恰当的，对减少过热投资、减少国家损失，起到很好的作用。

虽然2009年行业需求达到4万吨，一半的产量需要依赖进口。但话音刚落的第二年（2010年），中国多晶硅的产量就达到了4.5万吨。而这个产能扩张的劲头，并没有减弱，一年之后的报道如下：

2010年我国多晶硅产量达到4.5万吨，比2009年2.2万吨翻了一番，全年销售额超过230亿元，就业总人数超过1.5万人。2011年国内多晶硅产量预计将超过8万吨，产能达到14万吨，到“十二五”末我国多晶硅产能将达到20万吨以上。

伴随产能提升的是多晶硅价格的下降。2006年多晶硅价格维持在150美元/千克左右，到2008年升至500美元/千克的顶点，之后一路下滑，最低在2010年初跌至40美元/千克，之后虽大幅反弹至80美元/千克高点，又继续低迷。2015年4月初多晶硅的价格不足22美元/千克。其中，2009年是产量急剧上升但价格急剧下跌的一年，也正是前文讲到专家正在“争论”多晶硅产能是否过剩的那一年。再次强调，如果出现量升价跌，投资者就必须打起十二分精神，关注该行业产能是否过剩。如果出现这种情况，你想到的第一件事情，就是扒开上市公司的损益表，看看利润及利润率的变化情况。然后扒开资产负债表，看看预收账款、应收账款、应收票据的变化情况。这些数据反映了企业的销售景气度。

量升价跌，有两种情况，一种是我们前文讲述过的，企业通过降价来扩大产量，得以减少单品的固定成本，从而获取更多的利润。还

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

有一种则是本节所说的，产品供过于求，企业不得不挥泪大甩卖。两种情况的分辨办法很简单，就是查看上市公司的利润变化情况。

百度一下，你能找到很多生产多晶硅（包括光伏企业）的上市公司。在正确的时间买入相应的股票，你可能获益匪浅。而如果你运气不好，就可能碰到2012年光伏产业的倒闭潮。在了解企业竞争能力的同时，还必须密切关注行业的供需情况。在惨烈的下行周期，泥沙俱下，即使投入竞争能力再强的公司，也很难获得好的投资回报。

投资者光看到需求端的美好前景，是远远不够的。还必须密切注意供给端的变化情况，同时留意上市公司的财务变化情况。我们在国家统计局的网站、相关行业协会的网站，或者一些调研报告，都可以找到某一行业供应情况。如果还是缺乏这方面的数据，那么你至少应当把行业前几名大公司的情况汇总起来进行观察。如果你没有了解这些数据，那么你的投资就犹如在黑暗中行进。

掀起需求端的盖头来

在供应的另一头——需求端，隐藏了更多的不确定性。因为供应端的数据可以统计出来，而需求端却是难以捉摸的。投资者无法统计出市场有多少真实需求，没办法得到一个定量的数字。另一方面，投资者对后市的乐观程度，也会影响其对需求的判断。

好消息是，对于这一点，我们也并非毫无办法。即使无法定量估算需求，我们也必须判断需求变化的趋势。

对于需求的判断，最重要的一个数据就是销量。然而销量并不等于需求，销量只是被满足了的需求。在销量之外，还有多少潜在需求，我们是看不到的。所以要把存货量以及存货周转速度结合起来。最后，也是最重要的，就是必须把价格的变动情况考虑进去。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

销量、存货、价格，三个变量同时变化，会非常复杂。因此我们以销量为中心，先假设其中一个变量不动。需要注意，以下各种情形，应当将行业内的公司都拉出来进行横向比较，才能消除个体企业的特殊情况。

销量与价格

销量上升，无疑客户需求是在上升的。但如果销量上升的同时价格在下降，那么必定有一部分上升的需求，是由于价格下降而引起的。这是最基本的经济学定律，即价格下降，需求上升（少量商品除外）。因为普通产品价格下降引起的替代效应和收入效应，同时同向作用，会推动需求上升。

听到价格下降，投资者必须警惕，但也不要丧失信心，我们必须继续探究价格下降的原因以及产生的结果。某些情况价格下降是不利情况，例如过度竞争，供过于求。另一些情况则不是。事实上很多的产品打开市场的局面，都将价格作为武器。而如果价格下降有成本下降（特别是单品的固定成本）做支撑，那么价格下降是可被接受的。此外，如果价格下降，打通了更低阶层的消费需求，出现了消费升级的情况，那么投资者可以偷着乐了。

我们再来看另外几种常见的组合：

（1）销量上升，价格也上升。此时产品供不应求的可能性非常大。投资者此时应当重点关注上市公司的成本，如果成本上升的幅度更大，利润反而会减少，此时价格上升可能是成本输入型的，而非产品供不应求。

（2）销量下降，价格上升。这种情况比较少见，通常发生在农作物产品中。当农作物减产时，就会出现销量下降价格上升的情况。这种变动情况，主要不是需求端主动变化，而是供应端减少导致的。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

（3）销量下降，价格下降。按理说，价格下降会刺激需求上升。如果此时销量反而下降，说明需求已经在价格因素之外主动减少。可能的原因有：替代品的出现，流行元素的更迭，耐用品的需求已经被大量满足（例如汽车）。

销量与存货

销量上升，存货在下降，说明企业的生产能力不足以满足需求，也就是供应赶不上需求的增长速度。需要注意这个存货下降的过程，必须持续一段时间且比较明显，而不是正常的波动。此外一些产品的存货会存在季节性的变化。

如果销量上升，存货下降，企业会补库存。如果库存长期得不到有效补充，那么销量的上升也就戛然而止。很明显这时令投资者高兴的事情发生了——“供不应求”。在供应无法满足需求的同时，另一个现象必然会发生，那就是价格将上升。

我们再来看另外几种常见的组合：

（1）销量上升，存货上升。出现这种情况，投资者要首先警惕前文光伏产业的例子——会不会“粥多和尚更多”？

（2）销量下降，存货下降。很少会出现这种情况。如果出现，则可能是周期行业萧条期的尾声。此时许多企业已经被淘汰出市场，行业内的供求情况会逐渐转好。

（3）销量下降，存货上升。这是非常正常的情况，一般销量下降都会引起存货上升。

投资者使用以上方法时，必须同时研究整个行业和上市公司本体。如果只研究某一家上市公司，那么出现偏差的概率较大。若无法得到行

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

业数据，投资者可以将行业内若干家企业的情况叠加。这种叠加综合判断的方法，比较适合产品差异化小的行业，多集中在原材料行业，如钢铁、有色金属、石油煤炭等。此外，叠加的样本越多，越接近行业的平均情况。

关注预收和应收

在考察销量、价格、存货的同时，投资者还必须关注资产负债表上的其他数据。首先是预收账款。预收账款一定程度上代表产品受欢迎的程度（当然一些直接面向终端消费者，卖现货的企业，不存在预收账款，如高速公路收费）。如果预收账款增加，且增速超过营业收入，说明企业的需求在往好的方向走，前提是公司并没有打算做假账，也没有让关联企业来凑数。

其次是应收账款和应收票据，这两项如果增加且增速超过营业收入，说明企业在向下游经销商加大铺货力度。根据会计制度，产品只要铺货给经销商，就可以计算营业收入，并核算利润。但此时产品并不一定到达终端消费者手中，很可能仍然停留在渠道。而很多企业为吸引经销商，允许经销商将卖不完的货品返还给企业，冲抵欠款。所以建议投资者密切注意企业应收账款和应收票据的变动情况。保守的投资者，应当将超出业务所需，或者最近一期新增的应收，看作企业的存货，并在营业收入里剔除，再来研究供需情况。

应收票据和应收账款相比，质地更好。因为应收账款有时无法收回，当经销商无力还款时就成为了坏账。上市公司针对不同账龄的应收账款，必须计提对应比例的减值准备。而应收票据，通常是指银行承兑票据，这种票据只有信誉较好的经销商才能开出来。同时由于银行的担保，这笔款项可以得到保障，上市公司也无须计提减值准备。

逻辑思维看供求

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

需求的变化非常复杂，受各种外力影响，而且在变化过程中往往是非线性的，捉摸不定且无法得到统计数据。供应的变化，虽然数据来源相对较多，有时行业协会和统计局都能查到供应量、新增投资额等数据，但同样变化莫测。因此，投资者必须想出各种办法，通过自己的逻辑思维去判断供求关系。

房地产在中国一直是热门话题。房产崩盘论，早在十多年前的2004年就开始被热议。然而，当年没买房的人，估计现在肠子都悔青了。为何看似不合理的房价，一路高歌猛进，并且持续十年之久？中国的房地产究竟还能火多久？

投资者买入地产股前，如果看清了这些问题，那么买入的逻辑也就会清晰很多。

要讨论房地产（住宅部分），一整本书也写不完。光是每一年出台的相关政策制度，都可以列出厚厚一本。这里只是从简单的供需关系，来探讨这个问题。中国房地产的销售面积和销售金额，可以从国家统计局找到数据，供应量也可以从房屋开工面积、施工面积、竣工面积去推演，各地的房地局也提供批准预售面积的数据，从这些数据，对房地产的供应可以有一个大致的把握。但是正如前文所提到的，需求很难把控。特别是房地产具备了投资、投机的属性以后，就更难揣度。

1997年以前实行福利分房政策，当时除少数沿海发达城市有商品房外，绝大多数人通过福利分房获取住房。当时住宅就已经是供不应求的状态，很多员工都在等指标分房。行政及企事业单位根据员工的数量修建房屋，这种按需修建的模式，不会形成过剩的房屋。所以1997年可以看作一个分水岭，1997年之前旧房老房居多，而1997年之后的住房需求，绝大部分都需要通过商品房来满足，无法通过消耗之前的存量房解决。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

在中国房地产突飞猛进的这些年，巨量需求主要是城市化进程带来的。人从农村迁往城市的过程中，这种迁徙产生了住房需求——人总要有房住才行。这部分需求，一是通过自购住房来满足，二是通过租房将需求转移给投资客。一些人早期租房，可能和很多人挤在一起，人均居住面积小，后来组建家庭，就需要更大的住房，这些需求随时间而推进和扩大。

城市化进程是推动房地产发展的重要原因。因为新增的城镇人口意味着新增的住房需求。首先来看新中国成立以来的城市化进程，见表6-2。

表 6-2　1949—2013 年中国城市化进程

年份	年末总人口（万人）	城镇人口（万人）	当年新增城镇人口（万人）	城市化率	当年增长的城市化率
2013	136072	73111	1929	53.73%	1.16%
2012	135404	71182	2103	52.57%	1.30%
2011	134735	69079	2101	51.27%	1.32%
2010	134091	66978	2466	49.95%	1.61%
2009	133450	64512	2109	48.34%	1.35%
2008	132802	62403	1770	46.99%	1.10%
2007	132129	60633	2345	45.89%	1.55%
2006	131448	58288	2076	44.34%	1.35%
2005	130756	56212	1929	42.99%	1.23%
2004	129988	54283	1907	41.76%	1.23%
2003	129227	52376	2164	40.53%	1.44%
2002	128453	50212	2148	39.09%	1.43%
2001	127627	48064	2158	37.66%	1.44%

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

续表

年份	年末总人口（万人）	城镇人口（万人）	当年新增城镇人口（万人）	城市化率	当年增长的城市化率
2000	126743	45906	2158	36.22%	1.44%
1999	125786	43748	2140	34.78%	1.43%
1998	124761	41608	2159	33.35%	1.44%
1997	123626	39449	2145	31.91%	1.43%
1996	122389	37304	2130	30.48%	1.44%
1995	121121	35174	1005	29.04%	0.53%
1994	119850	34169	996	28.51%	0.52%
1993	118517	33173	998	27.99%	0.53%
1992	117171	32175	972	27.46%	0.52%
1991	115823	31203	1008	26.94%	0.53%
1990	114333	30195	655	26.41%	0.20%
1989	112704	29540	879	26.21%	0.40%
1988	111026	28661	987	25.81%	0.50%
1987	109300	27674	1308	25.32%	0.79%
1986	107507	26366	1272	24.52%	0.82%
1985	105851	25094	1077	23.71%	0.69%
1984	104357	24017	1743	23.01%	1.39%
1983	103008	22274	794	21.62%	0.49%
1982	101654	21480	1309	21.13%	0.97%
1981	100072	20171	1031	20.16%	0.77%
1980	98705	19140	645	19.39%	0.43%
1979	97542	18495	1250	18.96%	1.05%
1978	96259	17245	576	17.92%	0.36%
1977	94974	16669	328	17.55%	0.11%
1976	93717	16341	311	17.44%	0.09%
1975	92420	16030	435	17.34%	0.18%
1974	90859	15595	250	17.16%	-0.04%
1973	89211	15345	410	17.20%	0.07%
1972	87177	14935	224	17.13%	-0.13%

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

续表

年份	年末总人口（万人）	城镇人口（万人）	当年新增城市人口（万人）	城市化率	当年增长的城市化率
1971	85229	14711	287	17.26%	-0.12%
1970	82992	14424	307	17.38%	-0.12%
1969	80671	14117	279	17.50%	-0.12%
1968	78534	13838	290	17.62%	-0.12%
1967	76368	13548	235	17.74%	-0.12%
1966	74542	13313	268	17.86%	-0.12%
1965	72538	13045	95	17.98%	-0.39%
1964	70499	12950	1304	18.37%	1.53%
1963	69172	11646	-13	16.84%	-0.49%
1962	67296	11659	-1048	17.32%	-1.97%
1961	65859	12707	-366	19.29%	-0.45%
1960	66207	13073	702	19.75%	1.34%
1959	67207	12371	1650	18.41%	2.16%
1958	65994	10721	772	16.25%	0.86%
1957	64653	9949	764	15.39%	0.77%
1956	62828	9185	900	14.62%	1.14%
1955	61465	8285	36	13.48%	-0.21%
1954	60266	8249	423	13.69%	0.38%
1953	58796	7826	663	13.31%	0.85%
1952	57482	7163	531	12.46%	0.68%
1951	56300	6632	463	11.78%	0.60%
1950	55196	6169	404	11.18%	0.53%
1949	54167	5765		10.64%	

通过表6-2，可以明显看出城市化率分作几个阶段。第一阶段是1949—1978年，这一阶段城市化率从10.64%提升至17.92%，30年间提升了7.32%。第二阶段是1979—1995年，这期间城市化率从18.96%提升至29.04%，城市人口新增1.79亿人，平均每年新增约1000万人。第三阶段是1996年至今，城市化率每年提高超过1.2%，每年新增城市人口均维持在2000万人左右。

投资者通过对比数据，就会发现很长一段时间里，房地产的供需缺口明显。以下是商品房销售数据与人口数据的对比，见表6-3。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

表 6-3 1991—2013 年商品房开发与人口数据对比

年份	当年新增城镇人口（万人）	住宅商品房销售面积（万平方米）	房地产开发企业住宅销售套数（套）	套均面积（平方米）①	估计住宅销售套数②	商品房可供居住人口数量（每套住房按 3 人计算。单位万人）	当年缺口③	总缺口
2013	1929	115722.69	11046279	104.76		3313.88	-1384.88	11641.94
2012	2103	98467.51	9446424	104.24		2833.93	-730.93	13026.82
2011	2101	96528.41	9139672	105.61		2741.90	-640.90	13757.75
2010	2466	93376.6	8817526	105.90		2645.26	-179.26	14398.65
2009	2109	86184.89	8040470	107.19		2412.14	-303.14	14577.91
2008	1770	55886.47	5565827	100.41		1669.75	100.25	14881.05
2007	2345	70135.88	6251263	112.19		1875.38	469.62	14780.80
2006	2076	55422.95	5049094	109.77		1514.73	561.27	14311.18
2005	1929	49587.83	4235372	117.08		1270.61	658.39	13749.90
2004	1907	33819.89		120	2818324.16	845.50	1061.50	13091.52
2003	2164	29778.85		120	2481570.83	744.47	1419.53	12030.01
2002	2148	23702.31		120	1975192.5	592.56	1555.44	10610.48
2001	2158	19938.75		120	1661562.5	498.47	1659.53	9055.04
2000	2158	16570.28		120	1380856.66	414.26	1743.74	7395.51
1999	2140	12997.87		120	1083155.83	324.95	1815.05	5651.77
1998	2159	10827.1		120	902258.33	270.68	1888.32	3836.72
1997	2145	7864.3		120	655358.33	196.61	1948.39	1948.39
1996	2130	6898.46		120	574871.66	172.46	—	
1995	1005	6787.03		120	565585.83	169.68	—	
1994	996	6118.03		120	509835.83	152.95	—	
1993	998	6035.19		120	502932.5	150.88	—	
1992	972	3812.21		120	317684.16	95.31	—	
1991	1008	2745.17		120	228764.16	68.63	—	

注：①本项数据经作者计算所得，2004年及以前按套均120平方米计算。

②1991—2004年数据为作者估算。

③本项数据由“当年新增城镇人口”减去“商品房可供居住人口数量”所得。数据来源：国家统计局。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

为什么站在2004年的时点，中国房地产根本不可能崩盘？从表6-3可以看到，虽然1997年福利分房制度取消后的一段时间里，一些地方还陆陆续续存在福利分房，但绝大部分缺口落在了商品住房。1997—2004年，每年的缺口均在900万人以上。从2008年开始，这个缺口才由正转负，但这之前的十多年已经积累了1.3亿城市人口的住房缺口。

2009年及以后的商品住房销售量，已经超过新增城市人口的需求量。2009年开始，商品房住宅销售开始补总缺口。当总缺口逐渐缩小以后，商品房销售量将会有所下降。但是就目前情况来看，这个缺口仍然有点大。

当然，还有一类需求没有统计在城市化人口之中，就是原来就属于城镇人口的青年，成家后从父母的房屋分出来单独居住。而某些人的住房需求可能暂时压抑，如工厂宿舍，或建筑工地临时房屋等。与此同时，在供应端有一些房屋未参与到统计之中，很多城市（特别是县城）自建房、小产权房很常见。所以，以上数据只是思考的一个维度，不能作为精确数字去度量。

除此之外，我们从另一个维度来思考房地产需求的问题，可以得到更丰富的答案。因为住房的需求，还与成家立业有关。在一个新的家庭组建前后，必然产生新的住房需求，因为他们要从父母那个年代兴建的老房子中分出去居住。在统计数据中，找不到各年出生人口的详细数据，但是我们可以用另一个数据代替。这个数据的可参考程度，得益于我国接近0的文盲率。

表 6-4　1949—2013 年普通小学招生人数　　单位：万人

年份	2013	2012	2011	2010	2009	2008
普通小学招生数	1545.14	1714.664	1736.798	1691.7007	1637.7978	1695.715
年份	2007	2006	2005	2004	2003	2002
普通小学招生数	1736.0672	1729.3572	1671.744	1747	1829.4	1952.8
年份	2001	2000	1999	1998	1997	1996
普通小学招生数	1944.21	1946.5	2029.5	2201.4	2462	2524.7

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

续表

年份	1995	1994	1993	1992	1991	1990
普通小学招生数	2531.8	2537	2353.5	2183.2	2072.7	2064
年份	1989	1988	1987	1986	1985	1984
普通小学招生数	2151.5	2123.28	2094.57	2258.2	2298.2	2472.9
年份	1983	1982	1981	1980	1979	1978
普通小学招生数	2544	2671.7	2749.2	2942.3	3101.7	3315.4
年份	1977	1976	1975	1974	1973	1972
普通小学招生数	3111.5	3161.1	3352.1	3249.5	3369.3	3603.6
年份	1971	1970	1969	1968	1967	1966
普通小学招生数	3387.5	2831.8	2205.7	1753.2	1402.5	1879.2
年份	1965	1964	1963	1962	1961	1960
普通小学招生数	3296	2968.9	1698.2	1586.3	1647.1	2494.3
年份	1959	1958	1957	1956	1955	1954
普通小学招生数	2049.1	3000.5	1249.2	1592.3	1182	1054.5
年份	1953	1952	1951	1950	1949	
普通小学招生数	819.5	1149.3	1086.2	696.6	680	

在中国，25岁至30岁是成家的一个高峰期。假设7岁小学入学，那么取平均27岁（有报道中国人平均第一次购房年龄27岁），也就是将小学入学往后推20年，可以得出大致的新增房屋需求趋势。我们看到，1997年的小学新增生源是一个拐点，从2500万人左右的数量级，逐渐降低至2004年1700万人的数量级。1997年往后推20年是2017年，也就是说，从2017年开始，新增的成家立业的住房需求，从趋势上开始迅速减少。

由以上统计数据分析可知，房地产市场已经告别成长期，步入成熟期。也就是万科高管说的“白银十年”。房地产不再是人人能赚钱，而是优胜劣汰的行业。投资者在选择房地产股时，要更加注重上市公司的质量。

[1]实际是287吨。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第三节 垄断企业的爱与恨

人们总喜欢将“垄断”和“暴利”联系在一起，许多投资者也热衷于投资具有垄断地位的上市公司。但是，垄断真的一定是暴利吗？

面对高利润率的垄断企业，投资者应该注意什么？这种高利润率情况会因为垄断而一直持续下去吗？

如何看待垄断企业的定价权？为何一些寡头垄断巨头能够自主定价，但定价时却“不由自主”？

垄断一定是“暴利”吗

人们总喜欢将“垄断”和“暴利”联系在一起，许多投资者也热衷于投资具有垄断地位的上市公司。但是，垄断真的一定是暴利吗？

经济学常识告诉我们，要获得垄断超额利润，有且只有一条途径——通过减少供应量来提高售价，即相对竞争行业，生产更少的产品，同时卖出更高的价格。

更少的产品和更高的价格，这两点缺一不可。提高价格很好理解，但是为何要减少产量呢？这是因为价格提高后，会抑制消费者的需求，从而使得一部分商品无法售出，因此必须减少产量，否则垄断企业的存货就会越来越多。存货源源不断地占用运营资金，最终即便是垄断企业也无法运转。

现实生活中，许多垄断企业不能自主定价，自然也无法获得垄断超额利润，有时甚至还成为通货膨胀的牺牲品。这类垄断主要集中在与民生息息相关的领域，大多关系CPI物价指数，如铁路运输、石油冶炼、电力、自来水处理、燃气等。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

中国石油三巨头，中国石化、中国石油、中海油，虽然处在垄断地位，但企业自身并不能控制成品油售价。三巨头的石油采掘业务，由于对接世界原油价格，毛利率情况尚能与世界接轨，但炼油业务的利润却受到极大的挤压。其中最大的炼油企业中国石化，炼油业务毛利率常年徘徊在低位，经常亏损。虽然处于生产越多亏损越多的尴尬境地，但由于产品关系国计民生，不仅无法通过减少产量来提高售价，反而不得不开足马力生产。表6-5是中国石化十年来炼油业务的毛利率情况。

表 6-5　2005—2014 年中国石化炼油业务毛利率

年度	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	十年平均
中国石化（炼油）	-1.67%	-4.19%	0.20%	-10.30%	5.30%	3.70%	-1.40%	1.00%	2.30%	1.30%	-0.38%

由此可见，并非垄断就意味着暴利，垄断不代表盈利能力。当股票行

情乐观时，“垄断”作为褒义词经常出现在新闻报道及机构报告中。投资者看到“垄断”一词时，需要保持冷静。

当垄断遭遇通货膨胀

虽然部分垄断企业不能自主定价，但产品售价一般会随成本的上升而上升（通过听证会等方式调价），或政府给予财政补贴，以保证这类企业得以持续运营下去。

如果垄断上市公司无法自主定价，但利润率水平较高，这时是不是值得投资者买入呢？这种高利润率是垄断带来的吗？

这种情况具有较大的迷惑性，投资者要小心掉入价值陷阱。让我们来看看无法自主定价的情况下，价值是如何被通货膨胀摧毁的。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

某家提供有线电视服务的上市公司G，在B市属于垄断企业，因为B市的有线电视只有G公司可以运营。我们在其2004年的报表中找到这样一段话：“依据B市物价局××号文《关于有线电视收看维护费标准的批复》自2003年7月1日起由每户每月12元调整为每户每月18元。”

此后9年的年报，没有找到与收费标准变动有关的任何文字。我们根据其2013年年报的相关数据计算：2013年有线电视收看维护费收入为10.84亿元，当年总户数为524万户，其中新入网用户为26万户。以524万户计算，全年平均每户每月收费为17.24元。考虑到新入网用户在网时间可能小于一年，因此判断G公司的有线电视业务收费标准10年未变。

2004年，也就是调整收费标准后第一年，其有线网络运营服务的毛利率达到50.53%，净利率也高达28.2%。看到这个数字，无疑是一桩令人羡慕的生意。接下来让我们看看，往后的10年发生了什么。

表6-6　G公司网络运营服务营业利润率表　　单位：万元

年份	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
营业收入	72283.8	89478.1	102421.7	118491.6	135976.5	148411.4	186967.7	183751.7	218304.7	222734.9
营业成本	35755.3	48481.5	55759.1	70842.6	93347.3	106280.6	158353.4	171191.5	204707.4	202699.6
营业利润率	50.53%	46.15%	45.56%	40.21%	31.35%	28.39%	15.30%	6.84%	6.23%	9.00%

由表6-6可以看出，十年间由于通货膨胀，营业成本逐渐抬升。营业利润率从50.53%的水平，逐渐下降到10%以下。而净利率水平则更低。10年间，它的主营业务收入增长211.2%，净利润却仅增长84.7%。

垄断企业的定价权

从以上两个例子可以看出，垄断并不一定意味着暴利，而且垄断类股票也不一定就是成长股。

对于垄断型上市公司，投资者首先要做的是探寻这家上市公司是否具备定价权！只有具备定价权的垄断企业，才能得到垄断的实惠。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

下面我们来看几个垄断定价权的例子：

政府行政许可的特许经营

如燃气经营、垃圾焚烧发电、自来水处理及供应、有线电视运营、高速公路、地铁运营等，这类企业大多无法自主定价。对于此类垄断型上市公司，投资者需要注意什么呢？

首先，投资者必须先搞清这类企业的盈利模式。我们先来看看经营天然气的上市公司。A股经营天然气的上市公司有长春燃气（600333）、大众公用（600635）、陕天然气（002267）等。与天然气生产企业不同，这类运营公司往往被允许在某一个或几个城市独家运营天然气业务。公司的业务类型主要有三类：针对居民的天然气供应；针对工业生产企业（以及少量商业）的天然气供应；天然气管道施工建设。

针对居民的天然气销售，往往是利润很低甚至是贴钱的，凡是关系民生及CPI的特许经营，都很难有较大利润空间。也正是因为不赚钱，所以有时当地政府会给予一定的财政补贴。不少城市的居民天然气，是限量供应或者采用阶梯价格，可以满足基本生活，但无法满足地暖（南方）供热使用。而供应给工业企业的天然气，价格相对要高，这一块是有利润空间的。很多工业城市，为了防治污染，正在抓紧进行工业企业的煤改气工程。在煤改气的过程中，燃气运营商不仅可以销售更多燃气，还增加一大笔管道安装收入。长春燃气2014年年报显示，其燃气安装的毛利率高达53.46%。

至此，燃气经营类上市公司的盈利模式就显现出来：通过特许经营权垄断某个城市的天然气供应。其中对居民供气不赚钱（垄断的代价），但可以通过财政补贴，以及工业供气、天然气管道安装等获取利润。因此投资者主要关注这三个利润来源的成长空间。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

其次，搞清楚这类上市公司的定价模式，并关注价格调整公告。一般此类上市公司调价需要经过听证会，或者是物价局的批准。而调价的理由则往往是“入不敷出”——也就是说，发生一段时间的亏损后才能申请调价。即便此类上市公司长期处于低利润状态，也无法申请上调产品价格。因此，投资此类上市公司要特别关注调价的动态和公告。如武汉控股2014年1月30日发布公告显示：沙湖污水处理厂纳入特许经营范围内，结算价格由原0.65元/立方米提高至1.99元/立方米，从2013年9月1日执行，并按规定进行相关的财务处理。很明显，这个价格调整对上市公司利润的影响非常大。

绝密配方形成的独家垄断

在“竞争优势与护城河”一节，我们已经提到了绝密配方。绝密配方形成了垄断的独家经营权，而其中的大部分产品都可以自己决定价格，从而获得一个可观的利润率。

就医药行业来说，世界上主要的西药研发都被欧美等发达国家占据，中国并不占优势。但需要注意的是，国家在中药方面的保护力度是超乎想象的。作为国家最高保密级别“绝密”的云南白药（000538）和片仔癀（600436），以及同仁堂（600085）的安宫牛黄丸、白云山（600332）的华佗再造丸等，更是拥有普通专利所不具备的保护期限——长期。

翻看片仔癀2014年年报，有这样一段文字：

片仔癀处方属于国家级绝密配方，是允许使用天然麝香的少数药品之一。片仔癀由于其配方独特，作用机理有突出的特点，功效较类似产品有明显优势，1965年被国家中药管理局和国家保密局列为绝密的国家重点保护中药制剂，2002年片仔癀系列药品被国家质量监督检验检疫总局认定为原产地标记保护产品。2005年，国家有关部门为保护野生麝资源，仅准许片仔癀等少数几个传统名牌中药品种继续使用天然麝香，除此之外需使用麝香的药物均以人工麝香代替，并在产品的主要成分中标明“人工麝香”标识，更进一步增强了片仔癀稀缺和名贵程度。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

片仔癀虽然也是垄断，但价格完全可以自主决定。片仔癀2010年至2013年期间，先后七次调高产品价格。因而片仔癀的净资产收益率和产品毛利率都可以得到一定程度的保障。下面内容摘自企业2014年财报。

单位：元　币种：人民币

主营业务分产品情况						
分产品	营业收入	营业成本	毛利率（%）	营业收入比上年增减（%）	营业成本比上年增减（%）	毛利率比上年增减（%）
药品销售	1,269,495,179.97	655,744,987.92	48.35	-0.62	10.32	减少5.12个百分点
日用品、化妆品销售	176,136,027.75	59,119,960.77	66.44	62.57	84.29	增加3.95个百分点
食品销售	3,738,499.97	2,406,779.71	35.62	-12.06	-29.09	减少15.45个百分点

因为规模经济而产生的自然垄断

一些行业发展到最后，往往只有一到两家公司能最终存活下来，被业内外称作“巨头”。如果某种产品由单一企业生产，其成本小于多个企业分别生产这些产品的成本之和，那么寡头垄断能够带来更大的社会效益，因规模经济而产生的自然垄断也就这样形成了。这类垄断企业，往往是巨无霸公司，一两个企业就可以代表一个行业。

除一些附带经营许可牌照的企业外（如电信业），这类企业通常可以自行决定产品价格。尽管如此，此类上市公司仍然存在另一个价值陷阱——它们表面上看可以自主定价，可定价时却“不由自主”。

我们看这种垄断产生的原因：单一企业生产所有产品的成本，小于多个企业分别生产这些产品的成本之和。这意味着，该行业的初始投入巨大，产品的固定成本占大头，否则无法产生如此大的规模经济。在行业萧条的时候，由于需求不足，可能会使得产品的产销量低

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

于盈亏平衡点。此时，垄断企业虽然也想减少产量来提高售价，但有心无力——随着产量减少，使得可以分摊固定成本的产品数量也少了，进而单位产品的固定成本迅速上升。此时，垄断企业“减产提价”的特权完全失效。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第七章　不可忽视的周期

第一节　初识周期

为何市场经济从诞生起，就无法避免地与周期联系在一起？周期性究竟因何而生？

如何判断一个行业周期性的强弱程度？是否存在完全没有周期性的行业？

常见的强周期类型有哪些？为何有些行业，景气周期能够持续十年甚至二十年以上？金融业的周期性与普通生产行业有何不同？

种土豆，还是种花生

记得经济学里有一个小故事：

大致是说第一年，村子里的人都跑去种土豆，一个老头看到那么多人种土豆，没有人种花生，于是他就去种花生。

到了秋收的时候，土豆供过于求，价贱，村民们苦不堪言（要知道天天吃土豆也是件很痛苦的事情）。这时村民发现，老头的花生却卖得很好。于是，第二年村民都改种了花生。这个时候，老头发现大家都种花生去了，土豆没人种，于是老头又种回了土豆。

故事的第三年自然不用继续说了。同样的故事，在各行各业上演。我们熟悉的就有钢铁、有色、造船、航运、汽车、房地产等。

逃不开的周期

市场经济生来就是有周期的。从市场经济诞生的那一刻起，就无法避免地发生经济危机，周而复始。现代宏观经济理论提供各种思路，支持政府通过货币、财政等手段进行逆周期调节，以期熨平经济

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

周期，但也只能缓和而不能从根本上消除经济的周期波动。订/阅/V/信/whair004

这是为何呢？

市场经济的运行机制，就是通过人的趋利本性，完成生产要素的分配：通过价格的波动来自发调节需求和供给——也被称为“看不见的手”。譬如，当商品供不应求时，价格就会上涨，从而使消费者对商品的需求减少。同时，由于涨价给生产者带来了更多的利润，生产者将生产更多的商品，使得供给增加。两种力量叠加，迫使供需重新归于平衡。

由于价格调节机制需要时间来完成市场的出清（即达到供求平衡），价格调节机制发生作用的这个时间差就产生了周期。这个时间差总是存在的，不可能瞬间达到平衡。所以说，在市场经济的框框下，只有“强周期”和“弱周期”之分，没有“周期”和“非周期”之分。

众多个体的周期相互叠加，产生复杂的系统性连锁反应，共同形成了宏观的经济周期。宏观经济周期分作繁荣、衰退、萧条和复苏四个阶段。关于周期的成因及研究，经济学上有很多假设和理论，感兴趣的投资者可以进行拓展阅读。

此外，投资者应当弄清楚周期与季节性变化的区别。有些行业随着节日、天气季节的变化而呈现的短期供求波动，不属于周期的范围。这一类信息作为已知信息，已经被股票市场的参与者考虑在内，所以股票价格并不会随之呈现季节性变动。

供给端VS需求端

形成“时间差”的原因千差万别，当投资者研究某个上市公司时，首先要明白哪些因素会促成它的周期性。在价格机制发生作用的

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

过程中，供给端和需求端是两个交易对手，两者都可以形成这个“时间差”。

供给端

生产者在探求到“供不应求”的苗头以后，要传导到产出品，会经历不同强弱程度的时间差。

我们假设一家生产日化用品的企业，发现某种洗发水供不应求。那么整个调节过程须经历从原料采购到生产，再到出厂，然后通过各级分销渠道到达消费者手中。洗发水的整个生产及流通过程，就是一个较短的时间差。但是这个时间差通常不会产生周期，因为渠道上的存货就可以将波动熨平。

如果洗发水继续供不应求，人工的利用率达到上限，此时需要聘请新的生产工人，招聘培训上岗都需要时间。这个时间稍长，可以看作一个中等长度的时间差。但是这个时间差通常也不会产生周期，因为众多企业的生产叠加后，可以熨平波动。

如果洗发水仍然供不应求，固定资产（机械、厂房等）产能利用率已经达到上限，通过增加生产工人已经无法增加产量，此时就需要建设新的生产线。这个生产线的建设，可以看作一个较长的时间差。如果在某一阶段，市场上的企业普遍存在较长的时间差，那么周期也因此产生了。

当然我们要看到，产品的生产周期并不都如日化品那样。如房地产，主要的长周期是产品的生产周期（房屋的建设），而培训生产工人的周期反而较短。

价格的调节机制发生作用所需的时间越长，那么其周期性也就越强。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

需求端

需求端也能产生周期。但与供给端不同，需求端的周期主要来自于企业的盈利状况变化，或消费者的可支配收入变化，这通常与宏观经济周期相关。一个国家乃至全球的经济周期衰退，形成原因比较复杂，多种多样，可能是地缘性政治事件，也可能是过度信贷或消费，甚至可能仅仅是悲观情绪蔓延而已。

在经济不景气时，企业利润低薄，更倾向于节约开支以降低成本。同时裁员、减薪等一系列削减成本的措施，使得职工的收入减少或不稳定。因此，无论是公司还是个人消费者，都倾向于在经济不景气时减少开支和消费（需求）。反之，在经济景气周期则倾向于增加开支和消费。

随着劳动生产率的提高，人们的可支配收入的基本趋势是向上的，但中间存在波动（周期）。

需求端除了受收入变化的影响，很大程度还受到情绪的影响。在经济上行时，公司和消费者都对未来持乐观态度，不论投资、生产和消费，都持积极进取的态度，从而推动需求。反之，则抑制需求。

因为有需求端的影响，所以理论上来说，不存在纯正的“非周期”行业，即便是餐饮行业也存在周期性。如2008年次贷危机以及紧随其后的欧债危机，欧美人民大大减少了下餐馆的次数，而改为自己回家做饭。原因很简单——省钱，结果当地很多餐馆破产！

几种常见的强周期

通常我们所说的周期股，指的是“强周期”的股票。它们的一个共同特性，就是业绩通常随周期而波动。我们来看看几种比较常见的强周期类别：

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

资源类股票

如金属采矿、煤炭石油等上市公司。此类行业的强周期性，形成的原因主要有两个：一是由于其进入开采或生产，需要一个较长的投资建设期。二是作为整个国民生产的绝对上游，受到来自下游企业需求变动的影响，而且这个影响十分明显，重要程度甚至超过第一个原因。受经济周期的影响，这类周期有时长达几年，有时甚至十年二十年以上。

此类行业的周期性是显而易见的，但由于资源开采的增速受勘探、采矿权审批以及环保等影响，无法提升太快，加之其镶嵌在一个大的经济周期之内，过剩的产能经常被迅猛增长的需求消化。此类行业的周期往往比较长，因此在经历较长一段“好日子”以后，就会出现一些“这次不一样”的极度乐观的言论，如“资源越用越少”“资源是有限的”“资源开采的速度远远赶不上需求”“油价只会越来越贵”等声音。如果听到类似的声音，投资者务必保持警惕——行情可能在一片乐观的声音中继续火爆若干年，也可能明天就急转直下，掉进万丈深渊。

在景气周期，还会产生一个容易误导投资者的陷阱——此时原材料的价格能够较长时间维持在高位，相关企业的毛利率及净利率都会非常高。一些浅尝辄止的投资者会产生“这么高的利润率，再怎样也不会亏到哪里去吧”的错觉，并按照前几年的价格波动来估计企业未来经营的“最坏情况”。重要的不是去研究历史的价格走势，而是在最初我们就必须认知到，原材料行业的产品价格完全可以降低到一个你难以置信的水平上，以至于该行业所有企业都亏损，并且有可能是长期的、严重的亏损。即使过去十年间，这种原材料的价格一直是往上走，也不能代表未来仍然能继续这样走下去。如黄金的价格，在1970年还只有35美元/盎司，之后走出了长达十年的上升趋势，到1980年大幅飙高到835美元/盎司。在这样长的一个时间跨度里，价格走势

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

的真实性往往还会被通货膨胀所掩盖——投资者有时会以为这些商品的价格上涨是通货膨胀的结果，因此价格不可能再跌回去。我们看到，1980年后，黄金价格进入了长达20年的调整期，很长时间徘徊在200美元/盎司至300美元/盎司，一直到2000年左右才见底。直到2007年才突破1980年的价格高点。

原材料的开采，一旦开始就很难停下来。如煤炭采掘，必须采取措施持续进行矿井的通风及排水，否则就会产生瓦斯爆炸或透水事件，所以生产企业每天都产生维护成本。如果一个煤矿完全停止生产，相当于变成“废矿”。下一次开采，需重新进行前期投入，成本巨大。更具有悲剧色彩的是，煤炭开采出来后，需要堆场来储藏。这类储藏手段是露天的，风雨后煤炭的数量会发生损耗，储热量也会降低。

类似的还有海上石油开采。海上石油开采的成本高于陆地，所以只有当油价维持在高位的时候，海上开采石油才有利可图。如果油价低迷，这部分产量是被牺牲的先头兵。现在使用的自升式钻井平台，70%仍是20世纪70年代的产品——并非钻井平台的使用年限长，而是因为20世纪70年代的海上石油开采热潮——1973—1983年的十年间，全世界共建造了近300座自升式平台，平台总数增至近400座。之后的20年间，国际油价维持在18美元/桶左右（接近当时海洋石油开发的成本价），近海油气开发经历了长达20年的低迷期，大量平台被废弃在墨西哥湾岸边。幸运的是，如今的海上石油已经走出这个低迷期，走向光明。推动海上石油业蓬勃发展的两个原因，一是维持在50美元/桶以上的石油价格，二是大量即将报废的老旧平台。

这里再次强调一下，一个周期有可能长达十年以上，如果忘记这一点，那么投资者很可能暴露在自己不知道的风险之中。站在1983年那个时间节点，谁能想到海上石油会低迷20年？投资者通常会陷入两类陷阱：一类是景气周期太长，投资者常常忘记了有“周期”的存

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

在。“这次或许不一样”，总有各种理由支持过度乐观的情绪，如1999年纳斯达克泡沫破灭前，市场的声音是“互联网将改变世界”。另一类则是在衰退的过程之中，小看了衰退周期的持续长度，“还能坏到哪里去”。因此不断有投资者抄底，结果一拨一拨死在沙滩上。

产品生产周期较长的行业或与之相关的运营行业

产品生产周期较长，如房地产、船舶制造、港口建设、海上石油钻井建设等；同时，与之相关的运营就有航运、海上石油开采等。

此类行业的周期性，除了受到经济周期的需求变动影响外，最大的特点就是产品容易集中交付，或者集中缺货，供应端对周期的影响较大。

此类生产企业的资产负债表上，很大一块是“在建工程”或者“存货”，而此类运营企业的资产负债表上，则一大堆的固定资产以及费用化的融资租赁。这些资产，在景气周期是香饽饽，在衰退周期则是烫手山芋。

生产企业受周期影响的同时，其“雇主”往往与之凑成一对好兄弟。最典型的有造船业与航运业。

日子好的时候，航运企业和造船企业都赚得盆满钵满。航运企业所有船舶开足马力，甚至将检修天数也缩短至最低，仍然无法满足不断增长的运力需求。运价指数一路飙升，不断创出新高。这种好日子有时持续好几年，给人的错觉就是这种好日子会一直线性发展下去。在航运景气高点，航运企业签订过多的长期租船合同（其中很多是融资租赁性质），同时下了大量的订单给造船企业。一片繁荣的景象之下，造船企业总是有做不完的订单，投资者不难发现企业的订单已经排到了两三年以后！这时候，投资者最容易放松警惕，掉入价值陷阱。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

突然有一天，航运企业的“好日子”就不见了！可能的原因有很多种，经济步入衰退期导致贸易需求不足，或者运力本身的增长超过了需求。航运企业不得不把新船堆停在港口，或者低速航行在航线上。而此时造船厂还在不断地生产航运企业之前下的订单，新船陆续下水，更是给航运企业雪上加霜。

不久，造船企业的好日子也走到了尽头，新订单戛然而止。所以，在景气高峰，投资者应当对“订单已经排到两三年以后”保持足够的警惕。其次，如果下游的航运企业倒闭，还会给造船企业造成应收账款的坏账。

大额耐用消费品

如汽车制造业。大额耐用消费品的两个特点：

一是“耐用”，通常人们好几年甚至几十年才会更换一次，最典型的就是汽车。理论上，房地产如果拿来自住，也可以归为此类，只不过房屋还有投资、投机等功能，金融属性更多，变量更复杂。我们知道，经济向好的时候，人们工作稳定，收入增长，对未来充满信心，消费也更积极，更倾向于更换原有旧车；反之，则更倾向于使用旧车再“凑合”一下。

二是“大额”。这里“大额”是一个相对的概念，主要是相对于人们的收入水平来说的。电视机也是耐用品，通常可以使用几年以上。对于中等收入家庭来说，一台电视机已经算不上大额，想换就换。对于许多贫困农村地区来说，却仍然属于大额。同样的道理，在20世纪80年代的中国，对于大多数家庭来说，电视机也同样属于“大额”。

大额耐用消费品的周期性，同样受到来自供应端与需求端两个方面的影响。经济景气周期，消费者收入增长以及对未来的信心，促使

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

其需求不断上升。此时供应端的生产企业为了满足上升的需求，也加足马力建新厂，上新生产线。一旦经济步入下行周期，消费者收入下降以及对未来收入的不确定，势必推迟大额耐用消费品的购买。

投资者在许多投资书籍上，都能看到“经济景气就换车”的说法。这些书籍很多都是国外发达国家的投资大师撰写，在他们的国度，汽车早已经进入千家万户，所以主要需求来自于“置换”。投资者不应当忽略产品的生命周期，在生命周期的前半段，大额耐用消费品与经济景气的相关程度并没有那么高。由于产品价格的下降或者消费者收入的提高，使得产品的需求面从高端收入阶层逐步向较低收入阶层渗透，从而引爆一个更宽广的市场。在这个阶段，不能完全适用“经济景气就换车”的说法，而且在生命周期的这个阶段，大部分需求来自于第一次购买，而不是置换。

金融业

金融业的一大特点就是“跟货币和资本打交道”。金融业，主要包括银行、保险、信托、券商、基金、金融租赁、集团财务公司、担保公司、货币经纪、小额贷款公司等，其中A股上市公司主要有前四种。投资者投资金融业上市公司时，需要注意金融业的周期性与普通生产企业是不同的。

与实体企业不同，金融业不需要厂房和生产线，因此金融业也不存在供应与需求的延迟传导。金融企业所经营的产品并非实物，而是货币。实物产品如果未能及时销售，不仅占用企业的运营资金，还会存在贬值、损耗、过期报废等不利影响。货币则不存在这个问题，新增的货币只会对原有的货币产生稀释，但不会过期变质。因而金融业也不存在产能过剩的问题。

金融业也有其周期性。形成金融业周期性的主要原因是宏观经济的周期波动。一方面，金融业受到宏观经济周期的正向影响，另一方

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

面，金融业又受到逆向调控的反向影响。

金融企业的周期性与经济周期高度正相关。经济景气周期，企业的利润也处在高位，供需两旺，投资的风险较低，此时金融企业赚得盆满钵满；经济衰退周期，企业经营困难，行业洗牌，不少企业倒闭，投资的风险增大，金融企业也必须为风险埋单。金融行业普遍收益前置，风险滞后。

大多数情况下，宏观调控的目标是熨平周期，防止经济大起大落。所以宏观调控多为逆周期调控——即在经济衰退时期出台刺激政策，在经济过热时期出台紧缩政策。

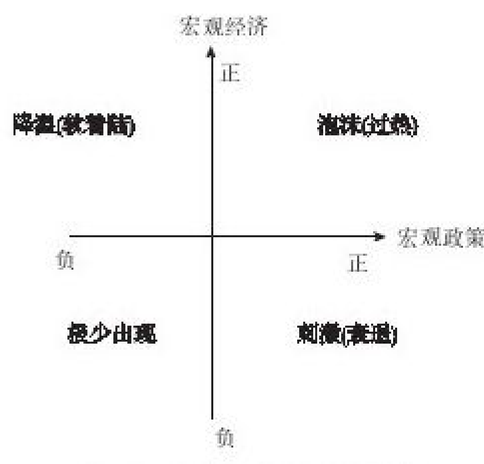


图7-1　经济周期与宏观政策

如图7-1所示，左上和右下是比较常见的两种搭配模式。这种情况下，针对金融企业的利好与利空可以部分抵消。如果刺激过头，或者在经济过热时期没有采取降温的措施，就可能会发展成右上的情况——泡沫。这是投资者应当重点警惕的一种情况，因为泡沫的终点就是崩盘。泡沫时期，投资者的情绪容易过度乐观，从而看不到潜在的风险。左下的情况极少出现，因为很少有政府会在经济衰退的时期出台紧缩的货币或财政政策。但也有例外，这种情况通常是受制于外

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

债。如欧债危机中，希腊无法偿还到期债务，作为他国债务援助的代价就是希腊必须紧缩财政开支（增强政府的债务偿还能力）。

在后面的章节，我们还将详细讨论几种主要金融企业的周期性。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第二节　潜伏周期股

经常有人说，对于周期股，市盈率高的时候买进，市盈率低的时候卖出就行。真的这样简单吗？

同是周期股，为何在衰退期一些行业集体亏损，另一些行业却好坏参半？

深蹲第III象限

周期股投资，并非单看市盈率那么简单，更重要的是把握周期。如宏观经济的周期处在哪个阶段，行业的周期又处在哪个阶段，股市的牛熊又处在哪个阶段，都是需要考虑的问题。

股市牛熊与行业周期

有些时候，股市的牛熊与行业周期并不同步。不能排除股市低迷而某个行业处于景气高峰，抑或股市走牛而行业萧条。很显然，在这种情况下，“市盈率高买进，市盈率低卖出”就会失效。

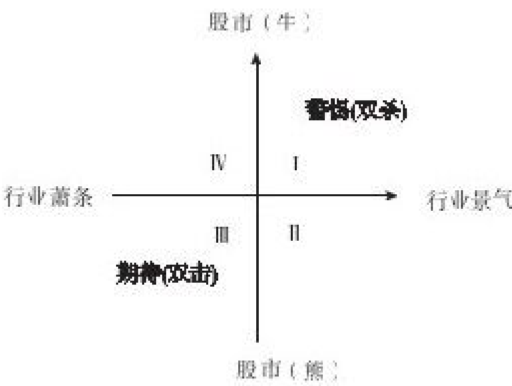


图7-2　股市牛熊与行业周期

我们以行业的景气程度和股市的牛熊程度为变量，将周期股分作四个象限。由于这两个变量往往与宏观经济正相关，故落在第Ⅰ和III象限的概率偏大。但有时也会落在第Ⅱ和Ⅳ象限。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

如果在第Ⅰ象限买入周期股，等到周期掉头，将面临“戴维斯双杀”：“一杀”是业绩下降，“二杀”是估值下降。双重因素叠加共振，跌幅超出想象。回顾2007年牛市顶下来，跌幅最大的股票都是周期股。投资者应尽量避免在第Ⅰ象限的尾声买入周期股。

理想的周期股买入条件应当是：

（1）股市低迷。

（2）行业低谷。

（3）寻找行业中的优质企业，并找出其能在竞争中脱颖而出的真实理由。如果找不到，宁可错过也不过错。

（4）确定该行业仍能走出低谷，并耐心等待行业出现复苏迹象。

也就是蹲在第Ⅲ象限，仔细观察，不见兔子不撒鹰。深蹲第Ⅲ象限，事态的发展无外乎以下三条运行轨迹：

从第Ⅲ象限往第Ⅰ象限发展，即所谓“戴维斯双击”。行业走出萧条迈向景气，同时宏观经济转好，股市随之走牛。周期企业的业绩不断提升，推动投资者乐观情绪高涨，不断给予更高的估值，股价节节高。

也有一些时候，当行业走出萧条迈向景气，但是股市却依旧萧条，就会出现从第Ⅲ象限进入第Ⅱ象限的情况。此时可能会出现一种情况，投资者不要感到意外，就是业绩连年增长，但是股价纹丝不动，甚至继续下跌。

此外还有一种情况，就是行业仍未走出萧条，股市却已走牛，即出现从第Ⅲ象限进入第Ⅳ象限的情况。此时周期股股价的走势主要和市场的偏好有关，很难说一定是上升或下跌。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

如何判断一个行业萧条还是景气

首先，投资者可以通过行业协会或统计局的数据，比较产量、销量以及价格走势，即可得出供求趋势；其次，投资者可以通过归集行业中的企业经营情况，纵向比较历史经营数据，如ROE、利润率、开工率等；最后，投资者可以通过实地调研来获取信息，也可以多关注财经新闻。

根据企业的情况以及股市的表现，你可以很容易判断该类别的周期股是处在哪个象限。但是，要判断周期的反转，却非常困难。哪怕是著名的经济学家们，也可能在同一时刻持有截然不同的看法。与此同时，投资者也很难预判股市的牛熊转换，判断股市的涨跌是“上帝”干的事情。

绝大多数投资者并不具备以上两种能力之一。投资者要做的，是深蹲第Ⅲ象限，深挖基本面，找出优秀的企业。当周期股位于第Ⅲ象限后期时，行业的产能扩张已经结束，甚至已经进行了一段时间的产能淘汰。

下面来看看两种类别的周期企业，在面临困境的第Ⅲ象限会发生什么。

无差别产品行业——成本优势为王

无差别的产品，在销售时的最大特点，就是无法实现品牌溢价。在竞争优势三要素中，生产无差别产品的行业既不能实现“更高品质的享受”，也不能实现“差异化的体验”，因此只能从“更低的获取成本”上进行突破。

什么是无差别产品

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

如动力煤，只要是动力煤，都可以用于发电、机车推进、锅炉燃烧等，这与动力煤从哪个煤矿开采，由哪家企业开采几乎没有关系。动力煤的质量，主要从热值、水分度、含烟量等指标体现，品质的好坏通过价格的高低得以弥补。对于相同质量的动力煤，需求方并不会因为是某家著名企业开采就给予更高的价格。又比如航运、干散货运输，需求方关注的无非是价格和运达时间，航运企业在竞争中难以实现差异化。

因为产品或服务本身没有太大的差别，所以想在这一类行业中脱颖而出，企业必须想办法寻求更低的成本。无差异化的产品和服务，往往品牌溢价能力很低，品牌不是竞争中的主要优势。面对这种类型，投资者要做的就是努力寻找低成本上市公司，并了解其如何获取低成本，以及低成本能否延续。

这一类的产品和服务其实有很多。如煤炭石油、天然气、电力等能源、金属的开采及冶炼（包括技术含量偏低的加工品），水泥，大部分农业，航运、空运及公路运输（铁路运输有所不同）等。

如何比较成本

在前面的章节，我们提到过低成本的几种常见来源。但是在各不同企业报表的对比过程中，除了三费（管理费用、财务费用、营销费用）外，投资者很难逐项对比上市公司的其他各项成本。难点主要在于一些成本，特别是原材料及生产成本等都被糅杂在一起（列入营业成本），并没有分项列出。此外，不同的固定成本折旧和待摊费用的处理方式，以及研发费用资本化等会计手段，使得不同企业之间的成本比较更加复杂。此外，还有一些成本是游离在企业财务报表之外的。例如，有时一些广告费用、运输费用是下级渠道商花费的，作为补偿，上市公司给予其更低的供货价。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

也正是因为逐项对比成本非常困难，不少投资者喜欢比较历年的“毛利率”或者“净利率”指标，用以衡量企业是否具有成本优势。这确实是更直接的办法，但投资者容易走入一个陷阱。在这里要重点强调——周期企业的利润率，只有处在萧条期才有比较的价值！

一个必须重视的事实：在行业下行趋势中，一些高毛利的企业由于销售停滞，周转率下降使得固定成本（固定资产折旧、管理及营销费用等）的分摊急剧增加，较高的利润率将会在顷刻间不复存在。这样的例子很多，一些曾经知名的酒厂、饮料企业，都在全国大面积铺开广告，不惜重金夺央视标王，砸下大量营销费用。一旦其销售受阻，资金链断裂，很短的时间就会分崩离析。

因此，投资者必须找到在萧条期具有低成本优势的上市公司，这样它才能熬过寒冬。那么，究竟如何寻找这样的标的呢？

这里可以给出两条建议：

一是重点关注在某些特定年份（行业萧条的年份）盈利较好的企业。萧条期行业内部会完成优胜劣汰，没有成本优势的企业会离开市场，从而给优秀的企业留出生存空间。

投资者需要谨记：剔除非经常性损益的影响。在困难时期，很多企业都会出售优质资产或股票来扮靓报表，有时也能收到相关的补贴或退税。但这些收益是不可持续的，也并不代表企业的经营能力。

二是如果低成本类的生产企业，在行业不景气的年份仍能保持盈利，会乐于将低成本的原因用文字阐述在报表里。如果认真阅读年报和投资者交流会的内容，不难发现其中的原因。

以煤炭企业为例

下面我们以煤炭企业为例，进行系统分析。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

表 7-1 2008—2014 年部分煤炭上市公司净利润 单位：亿元

上市公司	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
中国神华	265.88	347.45	425.06	459.85	485.06	456.78	368.07
中煤能源	56.06	66.22	69.09	95.04	92.81	35.76	7.67
兖州煤业	63.24	38.80	90.09	83.47	53.62	12.71	22.8
平煤股份	26.69	14.09	18.50	18.43	11.21	6.67	1.98
大同煤业	14.54	14.91	12.87	10.34	0.49	-14.10	1.49

正如前文所言，投资者很难预判行业的拐点。但仔细比对行业协会或统计局的相关数据，以及相关的上市公司年报，判断煤炭行业2014年处在周期的哪一个阶段是不难的。实际上，煤炭行业在2012年开始步入低轨，价格呈现快速下探趋势。投资者如果关心财经新闻，也很容易了解到煤炭行业景气度信息。

那么，从表7-1中我们很容易从煤炭上市公司中找到“明星股”，那就是中国神华（601088）。中国神华在煤炭价格走势疲软的2012年、2013年，业绩相对同业更出色。但这并不构成买入的理由，我们还需要找到产生其竞争优势的真实理由，并耐心等待行业复苏。

无差异化周期股的竞争优势，主要从研究萧条时期的成本入手。

仔细浏览中国神华2014年年报，可以找到以下文字：

独特经营方式和盈利模式：煤炭、发电、运输、煤化工一体化经营模式是公司的独特经营方式和盈利模式。主要特点是：深度合作、资源共享、协同效应、低成本运营，产、运、销一条龙经营，规模化、专业化和集群化发展，充分发掘和获取煤基产业链上每一环节的经营利润。一体化经营模式，可提供稳定、可靠的供应保障和内部消费市场，在争取新项目、新资源、新市场时拥有相对的竞争优势。

2014年，公司持续加强各业务板块协同发展，优化产运销衔接，统筹推进各项成本管控工作，有效抵御了需求疲弱和煤价下行的不利影响，在行业大范围亏损的情况下实现了较好经营业绩。

通过分析，我们可以发现中国神华的主要竞争优势是：

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

（1）较低的煤炭开采成本。煤炭的开采成本，由煤矿的地质条件决定，企业的主观能动性较弱。离地面越近，地质条件越简单的煤矿，开采成本也越低。

表 7-2 中国神华 2014 年主要经营数据

来源	成本（元/吨）	销量（百万吨）	平均售价（元/吨）
自采	126.6	298.7	351.4
外购煤	285.7	152.4	

资料来源：中国神华2014年年报。

中国神华除了自己开采并销售煤炭外，还经手煤炭贸易。其中自采煤部分的开采成本仅126.6元/吨，远低于同业，远低于外购煤的价格。

（2）经营火电厂，对冲了一部分煤价下跌的影响。煤炭价格下降的2013、2014年，火电厂赚得盆满钵满。中国神华自建电厂消耗的煤炭88%来自于自产煤炭，共计76.8万吨，占所有自采煤炭的25.7%。发电业务营业收入733.23亿元，占营业收入的29.5%。

（3）自有铁路运输。由于煤炭单位质量的价格较低，所以运输成本所占比重较大。中国神华的自有铁路运输，很大程度上降低了自身的运输成本。2014年，其自有铁路运输周转量达223.8十亿吨公里，占总周转量的83.1%。

差别产品行业——品牌黏度为王

行业中产品之间的差别越大，品牌所能起到的作用也就越强，同时品牌的溢价能力也就越强。差别主要体现在“更高品质的享受”和“差异化的体验”两个方面。这一类的产品或服务很多，如汽车、白酒、食品饮料、医药等。

消费下沉

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

有差别的产品，特别是面向终端消费者的产品，通常被划作高、中、低端，分别面向不同的收入人群，且呈金字塔式分布，如图7-3所示。

高端产品的售价较高，但这并不代表高端就能获得更高的利润率，也不代表高端一定能够笑到最后。因为高端产品往往面临两个问题：一是生产成本相对较高，二是消费受众相对较窄。

当经济不景气时，消费者对未来的收入产生不确定性的预期，需求也将下降。各阶层的消费需求会产生“消费下沉”现象——即选择品质次一级的产品，因为它们的价格更低廉。最底层的一部分消费者甚至可能会停止消费（生活必需品除外）。但如果某一类商品是生活必需品，且位于消费最底端，那么当“消费下沉”时，图中灰色标记的现象并没有出现。此时该商品最底层的需求反而上升。

假若各个等级的产品价格不变，当发生“消费下沉”时，每个等级的产品均会接收从上一个层级下沉的消费需求，并流失掉本层级的一部分消费需求。只有最高端的产品没有接收到上一个级别的消费下沉，因此受影响也最大。一方面，最高端产品面临客户的净流失，销量减少；另一方面，高端产品的固定成本将分摊到更少的产品，从而增加了产品的成本。两相夹击，利润加倍缩减。一种产品的固定成本占比越大，利润受销量变化的影响也越大。

品牌黏度强的上市公司要重点关注

为什么说品牌黏度为王？当我们深蹲第Ⅲ象限，品牌黏度帮助企业把将要下沉的消费需求黏住，同时又承接上一层级下沉的需求。这种能力越强，也即代表产品的溢价能力越强。对于产品差别明显的周期股，投资者的关注重点就是品牌黏度强的上市公司。判断这种能力的办法也很简单，就是在逆市中观察企业的两个指标：一个是产品价格，一个是产品销量（同时观察市场占有率）。最理想的情况，就是

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

处于第Ⅲ象限的周期企业，产品能够保价，且销量不受影响甚至略有上升。但即使此时品牌黏度再高，我也不赞赏逆市提价的行为。因为这样会引发消费者的反感，反而影响品牌忠诚度。

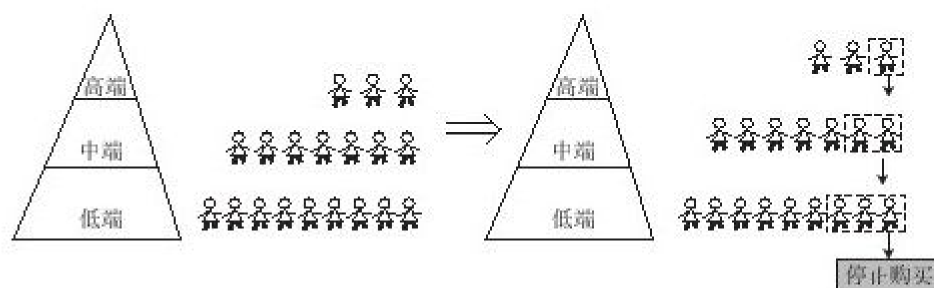


图7-3　经济不景气情况下的消费下沉

事实上，很少有企业具备100%的品牌黏度。当面临“消费下沉”需求下降的情况，各层级的生产商都面临“保量还是保价”的艰难选择。受成本的限制，企业不可能无限度降低价格。而即使降低价格，高端产品还需要担心是否会影响品牌定位——“消费者是否还认可我们的品牌”。管理层不同的战略决策，会把企业引向不同的境地。投资者很难事先预判决策的结果，我们要做的是跟踪决策后的趋势变化，而观察的目标主要也是价格、销量和市场占有率。

一些产品受制于成本，无法通过降价来抢占下一个阶层的消费需求。而产品的黏度又不足，流失了本阶层的消费需求。典型的汽车行业，每一轮经济危机，总会发生行业洗牌。例如上一轮美国次贷和欧债危机中，悍马在2010年8月停产关闭，沃尔沃也被吉利收购。

另一些产品，高端与低端的生产成本相差不多，高端产品的高价格多来自其稀缺性或品牌的溢价能力（由产品的差异化造成）。在遇到危机时，高端产品可以通过降低价格来抢占市场。此时中低端产品的日子往往不好过。最典型的就是白酒行业，不同品牌的白酒生产工艺虽千差万别，但成本是相差不大的。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

以白酒行业为例

我们来看几家白酒企业的情况：

表 7-3 部分白酒上市公司 2014 年经营数据

上市公司	销量（吨）	制酒成本（万元）	单位成本（元/斤）	销售收入（万元）	单位出厂价（元/斤）
贵州茅台	24167.72	233855.1	48.38	3157392.9	653.23
五粮液	118867	490449.7	20.63	2002573.0	84.24
泸州老窖	189280.01	277206.3	7.32	500653.0	13.23
山西汾酒	38651	124906.8	16.16	387691.0	50.15
水井坊	1655	11297.6	34.13	36019.6	108.82
洋河股份（白酒部分）	210765.43	540320.8	12.82	1403866.1	33.30
老白干酒	30175.09	63436.7	10.51	182893.9	30.31
沱牌舍得	41069.87	61218.4	7.45	125769.9	15.31

注：本表数据来自上市公司2014年年报。

由表7-3可以看出，各家酒企的生产成本相差不多。贵州茅台酒采用酱香型酿酒工艺，酿造时间长，成本较高，但相对于其出厂售价来说，高出的成本几乎可以忽略不计。贵州茅台（600519）生产的酒，高端酒（贵州茅台）占据总量的94%（按营业收入计算），系列酒只有很小的份额。而其他酒厂生产了较多的中低端品类酒，摊低了平均出厂价。

我们知道，从2012年四季度开始，随着反腐倡廉、限制“三公”消费、塑化剂事件等影响，白酒行业渐入寒冬。但是作为反腐倡廉的头炮，也是售价最贵的高端酒，贵州茅台的经营业绩却反而是酒企中最稳定的，何故？我认为主要有两方面的原因，一是贵州茅台酒零售价下降，抢占了下一个消费层级需求；二是贵州茅台酒之前较高的批零差价，为企业提供了一层业绩的保护垫——零售价由2011年高

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

峰时的1800元甚至2000多元一瓶（当时官方指导零售价1519元/瓶）降至2013、2014年的千元附近，几近腰斩，而出厂价则变化不大。

重点关注：产品价格、销量、利润

除了上述所说的高中低端之间的差异化，另一种差异化是基于一个特定的利基市场，或者面向人群的某种特定喜好的差异化。这就好像甜烧饼和咸烧饼一样，并不能说哪一种烧饼更高端。同样，投资者应当抛开复杂纷繁的各种因素，我们需要紧密跟进的无外乎三个变量：产品的价格、销量（市场占有率）、利润。

不同的命运

对于产品无差别的周期行业，如果行业供过于求的状况严重，往往还会出现全行业亏损的局面。此时即使是具备低成本优势的上市公司，也无法保证盈利能力。这是因为产品的成本分作固定成本和浮动成本。只要产品的售价超过浮动成本，企业就会保持生产——如果停产，固定成本的摊销会造成更大的亏损。也正是这个原因，使得无差异化的周期行业，过剩的供应量无法在短期内出清。在恶劣的市场环境下，企业会在亏损的状况下“上刺刀”，拼价格。

固定成本在总成本中所占的比例越大，供过于求现象越严重，那么可能产生的亏损幅度也越大。而固定资产（如厂房、设备）所需的建设周期越长，那么这个寒冬也将越长。这是因为价格机制发生作用的时间差更长。

对于产品有差别的周期行业，在寒冬之中企业生存状况有饱有饥。一部分不受市场欢迎的产品会退出市场。从这一点上讲，这批退出的供应量，会使得市场更快达到供需平衡，存活下来的企业也能更快走出寒冬。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

对于投资者来说，无论哪一种类型的周期股，请记住要判断行业的拐点是很困难的，因此我们也不知道冬天究竟有多长。所以投资者要做的，一是在冬天找到优秀的企业——能熬过寒冬的企业；二是耐心等待行业的复苏信号！

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第三节　周期股复苏

为何不同的行业，周期的长短也不一样？决定周期长短的因素有哪些？

周期的反转很难判断，股市的反转更难判断，投资者究竟该如何对待周期股的复苏？

什么是“开工率陷阱”？投资者需要注意什么？

即使种种迹象表明行业正处在上升的复苏通道，但投资者仍不能掉以轻心。预判行业拐点很难，同样，在复苏初期判断是否真的复苏，也不是件容易的事。这取决于投资者的阅历和观察力，并没有一成不变的口诀。如果投资者不能确定是否真正复苏，建议继续等待，宁错过，不过错。

观察行业复苏情况时，密切注意以下情况：

熬过寒冬

价格调节机制需要时间才能完成市场的出清（即达到供求平衡）。价格机制传导的速度越慢，则萧条期也越长。在“初识周期”一节中，我们讨论过的原材料采购、工人培训等生产过程的滞后因素，都不会影响整个行业的周期。这些短期的影响因素，被众多企业的错峰生产相互叠加，再加上销售渠道的吸纳和缓冲，对整个行业的影响已经微乎其微。真正的行业周期，是由固定资产投资的波动造成的，同时受到社会总需求的影响（宏观经济）。这两个因素对于供应量和需求量的影响更长久、更持续。

行业要走出萧条周期，归根结底还是长期供求关系的逆转。最终归结到两个方面：一是供应量减少，即在萧条中完成优胜劣汰，将过剩的产能淘汰；二是需求量增加，这可能因为宏观经济转好，也可能是消费升级等因素造成。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

萧条期也许比你想的要长

很少有周期行业只经历短暂的低迷就开始复苏（强烈的行政刺激除外），所以投资者要有充分的耐心。

当投资者潜伏在第 Ⅲ象限时，要做的事情无非就是寻找其中的优质企业，并耐心等待适当的时机。这个等待有时特别漫长，让人昏昏欲睡。以下几个因素会影响过剩供应量的淘汰。淘汰过剩供应量的阻力越大，也意味着萧条经历的时间可能越长。萧条期有时比投资者想象的要长，我们要有心理准备。

投资建设期

强周期行业新产能的建设周期越长，则完成产能淘汰的阻力也越大。建设周期可能经历的步骤有：市场调研、可行性研究、选址、购买土地、相关部门审批、土木工程建设、设备采购及建设等过程。前面的研究阶段，新产能还可以及时退出，但从投入真金白银以后，就很难停下来。假设这个从投入到产出的过程需要经历三年时间，那么当市场已经出现供过于求的局面后，未来三年还将面临产能的不断爬升，这无异于雪上加霜。

固定成本与浮动成本

固定成本在总成本中占比越高，则完成产能淘汰的阻力也越大。因为只要产品的售价高出浮动成本，哪怕亏损企业也会坚持生产。

产品的成本可分为固定成本和浮动成本，其中固定成本很大一块是初始投入成本。如果产能被淘汰，就意味着这部分已投入的初始成本全部泡汤。

无差异化行业VS差异化行业

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

一般情况下，无差异化行业比差异化行业的萧条期长。在产品差别较大的行业，虽然总体来说行业不景气，但仍然有一部分优秀企业能够保持盈利，并趁机抢夺弱者的市场。这种抢占市场的行为会迫使淘汰弱者的速度加快，市场会更快达到供需平衡。而在产品无差别的行业，经常出现全行业集体亏损的状况——所有人都死扛，过剩产能出清的速度非常缓慢。这其中，尤其注意固定成本占比高的行业。前文我们提到，无差异的行业中，成本优势是最重要的优势。但如果固定成本占比较高，则即使成本控制能力再高的企业，也无法使自己的“单位固定成本+单位浮动成本”＜同行其他企业的单位浮动成本。因此市场上过剩的产能无法在短时间内出清（市场价格低于浮动成本，企业停止生产）。

小心“好日子”一去不返

投资者在第 Ⅲ象限耐心等待，但有些时候，仿佛遇到了冰川世纪，好日子似乎再也不会回来。此时投资者要特别小心两种情况，一种是产业转移（转移至其他国家）。随着物流业的发展，以及全世界分工的深化，许多产业在不断发生国与国之间的转移。发生这种转移，主要原因是国与国之间的资源价格差异，而其中最主要的则是劳动力资源价格的差异。如果一个国家的经济发展较快，劳动力资源价格就会逐步上升，促使一些劳动密集型产业向欠发达国家转移。另一种情况，是行业内的产品被替代（出现强大的替代品），逐渐走向没落的夕阳行业。这与大自然的竞争法则一样。同物种的竞争，会不断积累和改善该物种的基因。但不同物种之间的竞争，却可能造成物种的灭绝。因此，投资者要密切注意两种变化趋势：具有低成本优势的替代品，经过改善具备了更好的性能；或者具有高性能优势的替代品，经过努力使得成本更低。

难以长久的事件驱动“复苏”

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

短期事件影响驱动的“复苏”难以长久。某些时候，由于事件的驱动，短期需求增加，会使得行业的供求状况有所好转。但是这种情况是不可持续的，等事件的热度过去，需求将回到原先的轨道。如“非典”时期和禽流感H7N9爆发，都出现过板蓝根抢购潮，福岛核电站泄漏事件也出现了抢食盐的现象。这些事件都没有持续很长时间。

复苏的曙光

在第　Ⅲ象限潜伏，并找到具有竞争力的企业后，接下来要做的，就是等待合适的时机。

投资者需要注意，股价的复苏和企业实体的复苏可能并不同步。我们经常听说，股市是经济的晴雨表，会提前经济做出反应。但是实际情况并非总是如此。有些时候，企业的经营已经得到改善，但股价却迟迟未涨，甚至继续下跌；还有一些时候，在行业和公司持续萧条阶段，股价也会发生反弹（反弹后可能继续下跌）。

即使是著名的经济学家，或者业内人士，也难以判断行业拐点，投资者不要高估自己的判断能力。投资者首先要承认很难找到行业运行的拐点，也很难找到股市运行的拐点。而要同时判断两个拐点，几乎不可能做到。

普通投资者比较靠谱的做法，首先是等待复苏的情况已经比较明显确立后再出手，而不是在比较模糊或反复的阶段就蠢蠢欲动——特别是股价的短期上涨会强化投资者心中关于复苏的判断——可惜这个判断不一定正确。其次，必须等到安全边际较大的价格，如果等不到满意的价格，切忌盲目投入，不要低估了周期股戴维斯双杀的威力。

比较明确的复苏迹象，至少包括以下情况：

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

一是宏观经济好转。宏观经济好转意味着社会总需求的上升，这个总需求会惠及全社会的各行各业。

二是行业和个体的供需情况得到改善。重点观察我们挑选好的有竞争优势的上市公司，重要观察指标仍然是价格、销量、利润。

小心开工率陷阱

投资者观察到需求强劲上升，或者行业的销量增长，此时复苏真的来了吗？

这里需要注意开工率陷阱。当投资者发现某个行业需求上升，甚至价格也略有提升时，春天真的来了吗？

如果某一行业的开工率60%，需求增加时，企业的开工率可以很快增加，因而提高供应量。市场情况很快又继续供过于求，陷入寒冬。又比如航运，轮船的航运速度是可以控制的，通过控制航运速度即相当于控制开工率，在一定程度上控制运能。

再细化一点，继续用例子来说明：

（1）某企业生产产品A，只有一条生产线，工人分两班倒，一天生产16个小时，开工率67%。当需求上升时，工厂或许只需要让每个班的工人加班一小时，就能够满足需求，这样很快就能跟上市场的节奏。

（2）当需求继续上升，工厂发现加班已经不能满足需要，必须重新招聘工人，三班倒（剔除机械维修时间，一天生产24小时，开工率100%）。这时新工人必须接受培训才能上岗。

投资者常常嗅到市场转好的迹象，如销量增加、需求上升等情况，就以为周期反转。需要注意，并非一有风吹草动，就是周期反

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

转。一旦行业内的企业加大开工率，就会使得原本缓和的供求局面急转直下。投资者如果在此时介入，就有可能踏入“开工率陷阱”。

（3）再过一段时间，需求仍然在上升，这时开工率已经达到上限，企业的生产已经不能满足需求，价格开始较快上涨。这时即便价格上涨，短期内也不会增加新的供应。企业的利润开始增多，因此企业考虑新上一条生产线。在新的生产线投产前，新的供应都无法出现。这是一个中等的周期。

（4）再过一段时间，需求如果继续上升，企业虽增加了一条生产线，但发现自己的生产仍不能满足需求，而厂房内已经容不下第三条生产线。这时企业利润较高，趋利的本质使得企业新建厂房，新投入生产线。这时就需要买地、报规、环评等一系列手续（长周期）。需求在新的生产线投入前，都得不到满足。

很显然，进入第三、四阶段，已经是较为明显的复苏，甚至已经进入了景气周期。此时再投资确定性比较高，但可能已经错过了最好的时机。第二阶段的末期，当开工率维持在高位时，或许是比较好的介入时机。

最后，市场时刻变动，不一定一条道走到黑。进入第一阶段后，不一定就会继续进入第二、三、四阶段，也可能又回到萧条之中。此时投资者若过早介入，无疑会遭遇“开工率陷阱”。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第四节　金融业的周期

银行、保险、券商的周期性各有什么特点？投资者需要注意什么？

为何说金融业最危险的时刻就是它们最乐观的时候？

金融企业之间的差异化主要体现在哪些方面？它们能够实现差异化竞争吗？

银行业的周期

银行经营的本质

银行业以自身的信用作为基础，一方面吸收负债，包括存款、同业借款、发行债券等；另一方面用这些负债去配置资产，包括贷款、同业资产、债券、贵金属等，从而赚取资产和负债之间的利差。并在此基础上提供汇款、咨询、理财产品（表外）发行等服务，从而赚取中间收入。其中，赚取利差是主业，赚取中间收入是副业，副业是依附于主业而存在的。

银行的负债（包括存款、同业负债和债券）必须要偿还，除非银行破产倒闭。但银行配置出去的资产却可能收不回，形成坏账，如向银行借贷的公司倒闭，无法偿还贷款。在正常的年份里，银行已经考虑了这个风险，并将风险所需要的补偿，包含在利差之中。

虽然银行在放贷之初，也会进行各种调查和评估，但仍然无法提前预知每一个企业未来的运营情况。如果银行提前知道这家企业会无法偿还贷款，那么也就不会借出资金了。所以，虽然银行想尽办法避免损失，但最后仍然在做一道概率题——即利差的收益在一定程度上覆盖坏账的风险。

经济周期与银行经营

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

在经济好的年头，全社会企业的整体效益好，银行贷款的坏账率较低。此时银行依照较低的坏账率来考虑风险因素，对风险补偿的要求也较低。如果经济周期走向衰退，那么整体来说各实体企业的盈利能力减弱，破产的企业也会增多，银行的坏账率随之上升。此时银行依照较高的坏账率来考虑风险因素，对风险补偿的要求也较高。

除了贷款以外，银行还有债券、同业资产等其他类型资产，同样面临类似的经济周期波动影响。

宏观调控与银行业的周期

为避免经济大起大落，国家会采取一些宏观调控政策，以期熨平经济周期。在正常的年头，宏观调控主要是温和并偏积极的，以促进经济的发展。而在两个端头，宏观调控的方向主要是逆向调控——在经济过热的年头采用紧缩的货币和财政政策，在经济萧条的年头采用积极的货币和财政政策。

货币政策会影响利率水平以及货币供应量，这对银行的影响比较直接。由于我国仍然实行存贷款基准利率，调息的动作对利率水平的影响较大（主要是存款利率）。此外货币供应量的多少，也影响市场的利率水平——货币供应量增多则利率下降（放水），反之则利率上升。

货币政策从货币供应量和利率水平两个方面影响银行的坏账水平。其中最主要的影响是货币供应量，因为这个因素在一定程度上决定了企业在市场上筹借资金的难易程度。如果筹借资金困难，企业更容易陷入困境。另一方面，虽然利率水平在一定程度上决定了企业的借贷成本，但企业最终是否有能力还款，这一部分借贷成本的影响相对较小。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

财政政策会增加或抑制政府支出，从而影响社会总需求，达到调控经济的目的。政府赤字有时也会改变货币供应量，如央行购买政府债券，就是向市场投放基础货币。财政政策通过影响宏观经济，也间接影响了银行的资产质量。与此同时，政府债务是银行的优质资产之一，积极的财政政策意味着可能会发行更多的政府债务。

宏观经济周期波动以及与之对应的调控措施，对银行的资产质量及价格产生影响，这是形成银行业周期的主要原因。

保险业的周期

保险行业其实与银行业有些类似。银行吸收存款，而保险公司则吸收保费。当保险合同约定的事件发生时，保险公司给予保户赔偿。保险公司通过对这些事件发生的概率进行精算和统计，用保费收入覆盖赔偿损失，也有点类似银行用利差收益覆盖坏账损失。因为保险合同约定的需要赔偿的事件，并不是马上就会发生，在这个空当期，保险公司可以利用这笔保费，配置债券、银行存款、委托贷款、股权类投资（基金、股票、非上市公司股权）、投资性房地产等各种资产。

对于保险公司而言，保户的理赔支出，或分红险的投资回报，就相当于银行支付给储户的利息。保险公司把投资赚来的钱，减去付给保户的“利息”（保险公司获取资金的成本），再减去业务开支，就是保险公司的收益。

保险公司的周期性，主要来自其配置的资产收益的变化。保险公司持有的几类资产，都或多或少会受到经济周期的影响。

债权类投资

从目前的A股上市保险公司年报来看，配置最大头的两个，一是债券，二是银行定期存款。如中国人寿（601628）2014年报表显示，投资资产中两者的比重分别为44.77%、32.85%。两者都会受到市场利率

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

波动的影响，而利率的变化一方面受经济周期影响（利率中包含风险溢价，经济越差要求的风险补偿越多），一方面受宏观调控影响（大多是逆周期调控）。其中定期存款主要以持有到期为主，所以这部分资产的收益在购买之初就已经确定。而债券则有一部分被划入“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”，这部分资产如果发生价格变动，会影响保险公司的当期损益。如果利率下行，那么债券的价格会上涨——短期来说保险公司的收益会增加。但未来的收益会相应减少——因为债券从购买之日起，只要不发生兑付危机，那么持有至到期的收益率是固定的。许多人认为降息对保险公司构成利好，但实际上其中的影响很难计算清楚——只有当保险公司债券或存款的久期大于其负债端（保费等）的久期时，才能获得正面的收益。除此之外，保险公司持有的债券，甚至银行存款，也并不是100%安全，在经济萧条时期，也不排除遭受本息损失的可能。

股权类投资

与债权类投资相比，股权类投资工具更能影响保险公司的损益情况。保监会规定股权类投资占比上限为30%，不过在股市低迷时期许多保险公司的股权配置均在10%以下。尽管如此，考虑到保险公司的杠杆倍率在10倍左右，股权类投资的价格波动仍然会给保险公司的损益造成较大影响。股票和基金，在保险公司的会计账目上，主要分为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（即交易性金融资产）、可供出售金融资产两大类。此外，一些股票和非上市公司股权还会被计入“长期股权投资”。虽然同样是持有一只股票，但不同的归类，会产生不同的会计利润。归属于交易性金融资产的股票，股价波动会影响保险公司的当期净利润；归属于可供出售金融资产的，股价波动不影响当期利润，但会影响其他综合收益和资本公积。而长期股权投资，则完全不受股价波动的影响（除非计提减值准备），主要与所持股票所对应公司的盈利情况有关。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

不论将所持的股票计入哪一类金融资产，都受到经济周期的影响。首先，对于交易性金融资产来说，股票的价格会受到证券市场波动的影响。虽然股票市场的表现千差万别，但整体来说，在经济繁荣时期，股市的回报往往比较好，而经济萧条时期则往往乏善可陈。但需要注意的是，股市的牛熊周期与经济周期并不完全同步。其次，对于可供出售金融资产和长期股权投资来说，宏观经济周期的变化，也会影响到所持公司的利润与分红。

投资性房产

投资性房产，是指为赚取租金或资本增值而持有的房地产，包括已出租的土地使用权、已出租的建筑物等。目前保险公司的投资性房地产，主要按照成本进行初始计量。与投资性房地产有关的后续支出，如果与该资产有关的经济利益很可能流入且其成本能够可靠地计量，则计入投资性房地产成本。否则，于发生时计入当期损益。因此，保险公司的投资性房地产主要是依靠租金收入带来投资收益，受房价变动的影响不大。

以上几类保险公司的主要资产，都或多或少受到经济周期波动的影响。而资产的回报情况，很大程度决定了保险公司的利润情况。

券商的周期

券商是所有金融行业中周期性最为明显的。券商有四大业务：经纪业务、证券投资业务、投行业务（包括承销和咨询）、资产管理业务。这四大业务，都受到资本市场价格波动的影响。

（1）经纪业务，也就是代理客户进行证券买卖，其中主要收入来源是股票、基金、债券买卖的佣金收入，同时也包含融资融券等业务的手续费。股市低迷时期，证券交投成交低迷，佣金收入相对较低，反之亦然。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

（2）证券投资业务，也就是券商利用自有资金，买入股票、基金、债券等金融资产。与保险公司类似，券商将投资的资产分别划入交易性金融资产、可供出售金融资产、长期股权投资三类，分别对应不同的会计制度。这三种类型金融资产对券商利润的影响与保险公司类同。

（3）投行业务，主要是证券承销发行以及与之相关的咨询业务，发行的证券主要为股票和债券，其中股票则包括IPO、再融资发行等。股市低迷时期，券商的承销发行业务也随之减少，业绩萎缩。反之则业绩增长。

（4）资产管理业务，类似于银行的理财业务。许多券商的基金子公司，也划入了资产管理业务的类别。随着国民收入的提高，券商的资产管理业务处在成长周期，受周期的影响相对较小。

金融业的危急时刻

金融业一般具有较高的经营杠杆，如银行的杠杆约为20倍，保险的杠杆约为10倍。因此金融业的资产即使遭遇少量的损失，也会被高杠杆成倍放大。金融业的杠杆越高，对资产质量的要求也应当越高。

即使是权威的经济学家，也无法准确预判每一次宏观经济周期的拐点，银行、保险、券商等金融机构也不例外。许多金融机构都设有“首席经济学家”的职位，他们在媒体上露面的次数最多。但是在同一时期，你会看到许多经济学家持有完全不同的观点。

对于金融业，最危险的时候不是经济繁荣期，也不是经济萧条期，而是经济由强转弱的时期。但是很遗憾，这个拐点时期，绝大多数人不能准确判断。在经济强和弱之间，金融业对风险的认识是完全不同的。这个认知的差异，就是风险所在。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

以银行为例。银行在发放贷款时，利率等条件已经确定。利率中对风险溢价的考量，仍停留在放贷前的评估阶段。此时，银行对利率中的风险溢价要求很低。如果经济走软，企业经营状况恶化，银行的坏账率也会随之提高。这时候，银行才发现之前利率的风险溢价不足以覆盖坏账风险。

银行业最危险的时候，就是他们情绪最乐观的时候（跟股市的情况有点类似）。此时银行业往往有以下共同特点：资产负债表拼命扩张，对利差要求较小，对抵押品要求低，想方设法扩大杠杆率等——最终都指向一个结果，银行低估了未来资产的风险。一旦经济情势转变，银行之前对某些低质量贷款的乐观评估——本不应该获得贷款的个体——最终形成坏账。而这个损失又通过极高的杠杆，被成倍地放大。

在经济繁荣期，银行的资产质量差异往往不大。因为借贷企业普遍能获得较好的收益。在经济萧条时期，就能看出各家银行的风控能力。此时行业之间的差异巨大，个体企业之间的经营也有好有坏。

如果投资者观察到银行之间的不良贷款率水平相差不大，那么要小心这个时期可能是银行的“好日子”。好日子可能持续很长时间，也可能明天就迎来转折。如果在由好转坏的前期，投资者买入了风控能力较差的银行股，将可能面临损失。遗憾的是，在“好日子”里，投资者很难通过报表评判银行的风控能力。

反过来说，银行最安全的时候，反而是他们风险意识高涨，最为惜贷的时候。这个时候，潜在的坏账充分暴露，投资者很容易找到其中资产质量优良、风控能力强的银行。只要经济形势走好，那么一些原来被归为不良资产的贷款，也会随着企业运营的转好而变成正常贷款。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

其他类型的金融企业，也与银行类似。乐观的情绪使得金融企业对风险认识不足，危机也往往潜伏了下来。纵观世界的金融危机史，经济崩溃往往发生在过度宽松的货币政策、过于乐观的投资情绪、过高的借贷杠杆（包括国家债务）之后。

金融业的差异化

之前我们提到过，差异化对周期性行业的影响是非常大的。那么对于金融业来说，是否存在差异化呢？

首先，金融企业很难通过产品的差异化来形成竞争优势。因为金融产品不管怎么设计，只要牌照允许，竞争对手可以很快跟进。

其次，对于客户来说，金融企业本身是有差异的。差异主要体现在信用等级和服务水平之上。一般情况下，规模越大的银行或保险公司，消费者给予的“信用等级”越高。金融企业在短期内无法改变其在客户心中的“信用等级”。此外，金融企业可以通过服务的差别来构筑差异化。但是，投资者要注意这个差异化也很容易被竞争对手模仿。

最后，任何金融资产，都具备流动性、收益性、风险性三个属性。金融企业玩的其实就是“收益覆盖风险”，以及“久期错配”的游戏。在这个游戏中，金融企业之间的把控能力是有差别的。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第八章　成本与盈利模式

第一节　固定成本与重资产

为何许多投资大师青睐“轻资产”的上市公司，并且将“重资产”列为不受欢迎的对象？上市公司究竟为何会有资产“轻重”之分呢？投资者又该如何去理解和分辨呢？

如果全行业都亏损，那么坏情况就到头了吗？为何此时上市公司仍然有降价的动力？

究竟怎样的水平算是“重资产”呢？如何分辨上市公司的“重资产”程度？

固定成本与可变成本

一种产品在商场里出售，消费者看到的只有一个售价，但这个售价的背后却包含了不同种类的成本。成本的构成不同，企业采取的销售策略也不同。不同类型的成本结构，决定了企业的不同经营模式。

许多投资大师青睐“轻资产”的上市公司，并且将“重资产”列为不受欢迎的对象。那么，上市公司究竟为何会有资产“轻”“重”之分呢？投资者又该如何去理解和分辨呢？

这得从固定成本和可变成本说起。

固定成本，是一个相对的概念，是相对于可变成本[1]（浮动成本）来说的。如果某项总成本在一定时期内，在一定程度上不因业务量增减而受影响，就可以被看作固定成本。需要注意的是，固定成本并非一直是“固定”的，当企业的业务量变化超出一定的范围后，这个固定成本也是可以变化的。固定成本只是相对于浮动成本而言的概念。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

固定成本的一个最大特点：产品的产销量越大，可以分摊固定成本的个体也越多，因此单个个体被分摊到的固定成本也就越少。这也就是我们通常说的“规模效应”的主要来源之一。

我们的水果店

上市公司的成本分析非常复杂，下面我们用一个简单的水果店经营例子来说明这个问题。

比如说我们在小区门口新开一家水果店。首先，我们需要选址，确定门面位置并与房东签订租房协议。其次，我们需要将门面装修一番，并且购买电子秤、货架等一系列的销售器具。最后，我们还需要从上一级的水果批发市场或者果园进货，以及给员工发工资等。

对于水果，如苹果的零售价格，我们考虑的是“浮动成本+固定成本分摊+单位利润”。其中，浮动成本主要是苹果的进货单价。我们出售的苹果越多，总的浮动成本也就越多。但对于每一斤苹果来说浮动成本是不变的，它就是进货单价。而固定成本，则主要包括门面的装修费用、租金、销售器具购置费、人工工资等。在一定范围内，门面的装修费用及租金等这些费用，不论我们卖出多少苹果，固定成本的总量是保持不变的。但是我们卖出的水果越多，分摊到每一斤水果上的单位固定成本也就越少。注意区分：浮动成本是每一单位的成本几乎不变，固定成本是总体的成本几乎不变。

假设我只卖苹果，进货价3元/斤，零售价6元/斤，我与房东签了3年的租约，装修成本、销售器械等固定成本按3年分摊到每天，是600元/天。由于是自己开店自己卖，所以简化模型，不单独计算人工成本，有一部分利润就是我们自己的人工工资。正常情况下，我每天能卖出300斤苹果，那么我每天的利润（不考虑税收）是：

$$6\times300-3\times300-600=300\text{（元）}$$

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

销售收入-浮动成本加总-固定成本=税前利润

把上面这个等式左右两边全部除以300（斤），也就得出每一斤苹果的单位利润：

6-3-600/300=1（元）

单位售价-单位浮动成本-固定成本分摊=单位税前利润

还是同一个例子，假如我店里搞促销，打9折后售价5.4元/斤，我们每天能卖出600斤水果，那么我们的税前利润变成：

5.4×600-3×600-600=840（元）

此时我们每斤苹果的单位税前利润为：

6×0.9-3-600/600=1.4（元）

为何我们采取了降价的措施，总利润和单位利润反而都升高了呢？我们可以看到，税前利润增加主要来自两大块：

一是降价促销使得销售量增加，从而使分摊到单位产品的固定成本减少。降价前，每斤苹果的固定成本分摊为2元，降价后变为1元。单位产品的固定成本分摊下降1元，相对于0.6元的价格下降，反而还增厚了0.4元的单位税前利润，此部分共带来600×0.4=240元利润增加。

二是因为销售量增加，贡献税前利润的苹果总数量增多了。降价前我们只卖出300斤苹果，降价后变成600斤，增加300斤，也因此带来300×1=300元利润增加。两项合计，降价促销活动共给我们增加利润540元。

需要注意，并非所有的降价行为都会增加利润。还是上例，如果9折销售只能带来350斤苹果的销量，那么最终税前利润为：

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

5.4×350-3×350-600=240（元）

这样，降价后的利润将会少于之前的300元。企业在做价格策略时，必须要考虑价格变动对销量的影响。如果价格需求弹性大[2]，那么降价促销的作用也较大。

由于生意火爆，有利可图，我的水果店旁边很快就有了另外两家新的水果店。为了争夺客户，他们打折比我还狠，你降一点，我降一点，苹果的价格很快到了5元/斤。虽然苹果的价格下降，但由于小区人口有限，总体销量最多也就能达到700斤（总需求的限制）。因为另外两家店新装修，消费环境好，所以在价格相同的条件下，他们每天能卖250斤苹果左右，我每天只能卖200斤左右。

此时，每天的盈利情况为：

5×200-3×200-600=-200（元）

我的单位税前利润为：

5-3-600/200=-1（元）

大家看到了，我每卖一斤苹果，还要亏1元钱，总计每天亏200元。有人会问，亏本的生意你干吗还做？既然亏本还不如不卖。

一个苹果也不卖的情况下，由于装修费用等固定成本已经在最开始就支出，然后在经营的三年里每天折旧。如果一个苹果也不卖，那么我们实际上每天亏损600元的固定成本摊销（折旧）。上面这个例子，虽然每天亏200元，但实际我每天的现金进账为：

5×200-600=400（元）

只是每天收入的400元钱，不足以抵消每天固定成本摊销600元，造成了每天200元的亏损。这也是为什么一些上市公司虽然亏损，但是

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

现金流量表却并不难看，偿债能力也不弱——因为亏损主要是固定成本折旧造成的。

既然已经亏损了，我还有没有可能继续降价呢？是不是越降价亏越多呢？

假如我的苹果价格从5元降低至4.8元，另外两家水果店暂时维持5＆nbsp；元不变。由于售价更低，我每天能卖出300斤水果，而竞争对手只能卖出200斤苹果。此时，我每天的盈利情况是：

$$4.8\times300-3\times300-600=-60\text{（元）}$$

我的单位税前利润为：

$$4.8-3-600/300=-0.2\text{（元）}$$

大家看到了，虽然我降价了0.2元，但是每天的亏损反而从200元，降低到60元。

如果竞争对手跟进降价，那么在竞争条件极端残酷的情况下，当苹果降价到3元（进货价）时，也就是销售价等于浮动成本时，水果店停止向上游批发商进货，才会从根本上遏制降价的行为。这个点，也就是经济学上的“停止营业点”。

某一个行业，全行业亏损时，许多人认为这个行业的坏情况已经到头了。但现实是，在亏损的情况下，还可能继续降价，继续扩大亏损。

从上面这个水果店的例子可以看出，由于固定成本的存在，使得企业在亏损的情况下，仍然有降价的动力。如果供过于求现象严重，造成企业产品的价格不断下降，那么只有当售价低于浮动成本时，企业才会停止生产和销售。通常情况下，固定成本在总成本中的占比越

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

高，就越容易形成规模效应。同时，在最恶劣的供求关系下，产生亏损的幅度也就越大。

我们经常听说“重资产”行业，指的就是产品中固定成本占比较大的行业。重资产行业，往往在产生销售收入前，需要投入大笔的资金进行固定资产（生产资料）的配置，如购置生产土地、修建厂房等，又或者作业的劳动工具价值量巨大（建筑业塔吊租赁，海上石油开采平台等）。而这些固定资产，则在今后的年度分期折旧。

前面我们讲到过与周期相关的知识，因为这些固定资产的生成需要较长时间，所以重资产行业往往也是周期性行业，因此也具备周期行业的典型特点：

当供求关系失衡时，如果需求大于供给且产能利用率达到极限时，短期内无法及时补充重资产，也就无法补充供给，产品的价格能飞上天；同样，当供给大于需求严重时，企业也会在成本线下苦苦挣扎。

重资产，多“重”算“重”

那么，究竟怎样的水平算是“重资产”呢？实际上“重资产”这个词语，没有标准的定义，也没有统一的衡量标准。通常情况下，可以用“年度销售收入/固定资产”来简单地衡量一个行业或一家企业的“重资产”程度。

判别资产的轻重

凡是需要在生产或销售前就必须投入大量固定资产或长期待摊费用，都属于重资产。重资产行业（上市公司），同时也是初始投入资金量大的行业（上市公司）。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

理解了“重资产”，投资者就能很容易理解“轻资产”——硬币的另一面就是“轻资产”。轻资产主要集中在第三产业，也就是服务业。

在上市公司的资产负债表上，主要的“重资产”有：固定资产（主要包括房屋及建筑物、机器设备、运输设备、电子设备、办公设备等）、在建工程（包括建筑成本、安装成本以及其他为使在建工程达到预定可使用状态所发生的必要支出，在建成后转入固定资产）、无形资产（土地所有权、软件、专利、非专利技术、品牌使用权等）、开发支出（研发费用资本化）、商誉（收购溢价）、长期待摊费用（租赁、装修等）等。例如浦发银行（600000）2014年年报（年报第76页）：

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

浦发银行集团

	附注	2014年12月31日	2013年12月31日	2012年12月31日
资产				
现金及存放中央银行款项	四、1	506,067	476,342	427,563
存放同业款项	四、2	142,287	233,302	311,293
拆出资金	四、3	21,969	26,828	85,420
贵金属		11,707	3,348	6,673
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	四、4	32,841	28,627	18,441
衍生金融资产	四、5	2,612	1,946	907
买入返售金融资产	四、6	196,188	295,953	267,089
应收利息	四、7	17,328	14,709	13,546
发放贷款和垫款	四、8	1,974,614	1,725,745	1,508,806
可供出售金融资产	四、9	222,208	161,721	151,869
持有至到期投资	四、10	121,698	146,253	159,286
分类为贷款和应收款类的投资	四、11	877,171	515,234	159,734
长期股权投资	四、12	1,475	1,140	1,336
固定资产	四、13	10,542	8,874	8,781
在建工程	四、14	3,387	1,861	1,320
无形资产	四、15	858	758	517
长期待摊费用	四、16	1,635	1,565	1,379
递延所得税资产	四、17	10,692	9,382	5,636
其他资产	四、18	40,645	26,537	16,111
资产总额		4,195,924	3,680,125	3,145,707

根据上表可知，浦发银行主要的“重资产”合计164.22亿元，而其2014年共获得1231.81亿元的营业收入，年度销售收入/固定资产=7.5，属于轻资产企业。

再来看海油工程（600583）2014年年报（年报第78页）：

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

合并资产负债表

2014 年 12 月 31 日

编制单位：海洋石油工程股份有限公司　　　　单位：元　币种：人民币

项目	附注	期末余额	期初余额
流动流产：			
货币资金	五、1	3,281,826,338.76	1,779,511,011.24
结算备付金			
拆出资金			
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	五、2	2,147,424.00	34,133,463.00
衍生金融资产			
应收票据			
应收账款	五、3	5,843,029,130.23	4,334,437,118.49
预付款项	五、4	246,103,857.01	576,329,848.56
应收保费			
应收分保账款			
应收分保合同准备金			
应收利息	五、5	10,393,778.04	16,831,742.46
应收股利			
其他应收款	五、6	238,704,773.87	289,431,346.22
买入返售金融资产			
存货	五、7	1,108,847,744.04	1,715,611,771.37
划分为持有待售的资产			
一年内到期的非流动资产			
其他流动资产	五、8	3,087,069,830.58	4,092,138,442.33
流动资产合计		13,818,122,876.53	12,838,424,743.67
非流动资产：			
发放贷款及垫款			
可供出售金融资产	五、9	350,841,816.00	326,188,178.00
持有至到期投资			
长期应收款			

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

续表

项目	附注	期末余额	期初余额
长期股权投资	五、10		
投资性房地产	五、11	255,930,283.78	268,745,266.19
固定资产	五、12	12,972,403,808.13	10,965,248,589.57
在建工程	五、13	1,720,532,434.02	1,357,271,549.58
工程物资			
固定资产清理	五、14		288,331,886.31
生产性生物资产			
油气资产			
无形资产	五、15	1,802,744,632.55	1,903,996,342.98
开发支出	五、16		1,302,000.00
商誉	五、17	13,075,057.26	13,075,057.26
长期待摊费用	五、18	52,483,781.49	51,962,010.84
递延所得税资产	五、19	161,636,457.30	89,662,945.02
其他非流动资产			
非流动资产合计		17,329,648,270.53	15,265,783,825.75

根据上表可知，海油工程主要的“重资产”合计165.59亿元，而当年营业收入为220.3亿元，年度销售收入/固定资产=1.33，属于重资产企业。

有时周期性企业的营业收入，景气顶峰时的营业收入是萧条谷底的好几倍，此时就会造成“年度销售收入/固定资产”这一指标的偏差，所以有必要观察历史情况，再做出判断。同理，一旦将一家企业归入“重资产”企业，就必须下意识识别其“周期”性强弱程度，以免陷入“周期陷阱”。

会计折旧方法

除了年度销售收入/固定资产外，还可以通过观察固定成本摊销在总成本中的比例来判断企业（或行业）的重资产程度。但这个计算工作通常比较复杂且结果并不十分可靠，主要原因有两点：一是各家企

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

业的折旧和摊销的会计制度会有所差异，使得比较标准很难相同；二是企业规模的大小，对计算结果的影响较大。

重资产行业的一个特点就是折旧的会计方法不同，对于利润的影响很大。而且资产越“重”，影响程度越大。折旧办法激进，则减少当期利润，增加未来利润，反之亦然。例如中国铝业（601600）的折旧办法如下（2014年年报第95页）：

	预计使用寿命	预计净残值率	年折旧率
房屋及建筑物	8-45 年	5%	2.11% 至 11.88%
机器设备	3-30 年	5%	3.17% 至 31.67%
运输设备	6-10 年	5%	9.50% 至 15.83%
办公及其他设备	3-10 年	5%	9.50% 至 31.67%

南山铝业（600219）的折旧办法如下（2014年年报第87页）：

类别	折旧方法	折旧年限（年）	残值率（%）	年折旧率（%）
房屋及建筑物	年限平均法	20-40	5	2.38-4.75
机器设备	年限平均法	10-20	5	4.75-9.50
运输设备	年限平均法	8-16	5	5.94-11.88
电子设备及其他	年限平均法	5-12	5	7.92-19.00

从以上两表可以看出，同一行业中的两家企业，折旧办法差异非常大。重资产行业由于折旧办法不同，往往使得两家企业之间的横向比较更加复杂。因此在时间纵轴上，重资产型的上市公司突然少提和突然多提折旧的年度，需要引起我们的重点关注，因为这会使得账面上的利润畸形。

利润增长与资本开支

此外，“重资产”企业或行业还有一种理解方式——就是利润增长需要不断投入新的资本才能维持。利润增长所需消耗资本越多，那

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

么这个企业（行业）也就越“重资产”。

我们看看增加利润的三条主要途径：

（1）提高销量（产量）；

（2）提高售价；

（3）降低成本。

其中提高售价和降低成本都不消耗资本，但往往促进利润增长的持续性较差。而提高销量（产量）方面，如果企业机械的开工率不足，则不需要投入新的生产线就能提高销量（产量）。反之，当机械的开工率（产能）达到极限后，就不得不投建新的生产线（产能），才能获得产能的提升。

如果维持净利润增速所需投入的新资本更多，则属于“重资产”企业（行业）。由于扩建新产能需要时间，因此产生效益也需要时间，所以具体衡量的标准应当为：

新投入资本在未来的边际回报率[3]＜现在的净利润增速

如果按照这个公式走下去，除非企业高价再融资，否则原有股东的利润会逐渐被资本开支吞噬，而且企业利润增速会越来越小，直至利润增速与新投入资本在未来的边际回报率相等。

从这个角度来说，知识产权、品牌溢价等“摸不着”的无形资产，在产能（销量）扩张的时候，可以直接分派到新的产能上而不需再投入资金去建设。也正是这个原因，市场上对于“重资产”还有一种简单的理解方法，如将实实在在看得到的东西（房屋和机械等）算作重资产，而将无形资产、开发支出等这些摸不着的资产看作轻资产。这种归类方式有些粗糙。因为这些无形资产在取得的时候花费了

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

代价，而在取得后的连续生产和经营中逐渐摊销，如果与无形资产对应的产能不发生扩张，实际与“摸得着”的资产并无二异。有时，投资者还需要注意：一些失败的研发成本，或者未能投入生产的研发成本，在减值前都会挂在账面上，但无法产生实际收益。

基于存货的重资产

这里我们再补充一个重资产行业——房地产。房地产企业的资产很大一部分集中在存货上。

以万科（000002）为例，万科2014年年报的资产负债表显示（2014年年报第73页）：

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

资产	附注五	2014年12月31日
流动资产：		
货币资金	1	62,715,253,375.94
衍生金融资产	2	36,404,522.58
应收账款	3	1,894,071,801.08
预付款项	4	29,433,125,588.58
其他应收款	5	48,924,463,696.78
存货	6	317,726,378,468.22
其他流动资产	7	4,076,000,000.00
流动资产合计		464,805,697,453.18
非流动资产：		
可供出售金融资产	8	133,180,000.00
长期股权投资	9	19,233,657,357.71
投资性房地产	10	7,980,879,614.55
固定资产	11	2,308,351,663.13
在建工程	12	1,833,480,603.35
无形资产	13	877,547,482.32
商誉	14	201,689,835.80
长期待摊费用	15	338,999,043.34
递延所得税资产	16	4,016,200,314.84
其他非流动资产	17	6,679,072,047.43
非流动资产合计		43,603,057,962.47
资产总计		508,408,755,415.65

从上表可以看出，实线方框部分，总计才55.6亿元。而资金的大头都押在“存货”上了，存货共计3177.3亿元，是万科2014年全年合同签约金额2151.3亿元的1.5倍左右。

一般的工业企业，生产工具价值大，产品的价值小。但房地产行业却是生产工具价值小，产品（存货）的价值量大。再加上房地产产品的建设周期较长，一般为一年至三年周期，所以房地产的“重资产”体现在存货上。因此对于房地产企业来说，资金链非常重要。如

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

果房地产企业资金续不上，债务压身，不排除在浮动成本（建造价格）的基础上继续降价。

类似的行业还有造船业。只是造船业是先有订单，再按照订单生产，能够在一定程度上提前锁定价格。但如果造船价格下跌过快，不排除订购方违约的现象发生。

价格能否低于浮动成本

前面的水果店例子中，当苹果市场价格低于浮动成本时，水果店就不再进货。虽然小区里有三家水果店在残酷地竞争，但苹果的价格很难跌破3元的进货价，这个点也因此被称为“停止营业点”。

成熟的投资者知道，当全行业发生亏损时，经营情况仍有可能进一步恶化。但当行业内一些企业达到“停止营业点”时，一些老练的投资者会认为“情况不能再坏了”，忍不住进场抄底，期待基本面反转。那么实际上，产品的价格是不是真的跌到这个点就不可能再跌了呢？

至少有三种情况会导致产品的价格在低于“停止营业点”后，企业仍然维持生产，而产品的价格也可能进一步下跌，造成更大面积的亏损。

（1）降价来源于处理存货。一种是存货不易保存，随着时间的延长，价值不断消耗。还是之前水果店的例子，如果苹果较长时间没卖出去，即将出现腐坏，水果店是有可能低于进货价出售的。因为存货一旦损坏，很可能一文不值。如水泥的保质期只有2至3个月，超过期限后标号达不到，如果未能在保质期内销售完毕，就只能提前降价或作废。此外，如果市场普遍预期未来的价格还会更低，企业也可能以低于浮动成本的价格处理掉存货。特别是在非理智的恐慌之下，这种情况较为常见，如禽流感时期的禽肉价格。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

（2）市场售价虽低于“停止营业点”，但关停生产或重新开工需要付出更大的代价。工业生产上，许多锅炉都需要维持高温，每一次关停重开，都需要付出较大的成本。还有煤炭和石油的开采，如果停止日常维护的投入，下一次复工将付出更大的代价。上市公司必须衡量亏损生产和重新开工各自的得失，才能做出经营决策。当管理层认为低价亏损状态还会持续较长时间时，才会关停生产。

（3）债务压身，不得不清理一些固定资产和存货。这个现象容易发生在资本密集型的行业。

[1]为方便读者理解，下文中均称为“浮动成本”。

[2]价格需求弹性指需求对价格变动的反应程度或敏感程度。价格需求弹性大，则说明较小的价格变动能引起较大的需求变化。

[3]指新增加的最后一元钱投资，所能带来的净利润增量。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第二节　转换成本与边际成本

转换成本是如何构建企业护城河的？主要的转换成本有哪些种类？哪些是又深又宽的护城河？

即使上市公司的产品具备强大的转换成本（护城河），也并不代表其盈利能力强，这是为什么？

在证券公司转户相当麻烦，这构成了一道护城河。但是，为何现在券商反而大打佣金战呢？这道护城河是如何被攻破的？

转换成本与护城河

转换成本，指的是当消费者从一个产品或服务的提供者转向另一个提供者时所产生的一次性成本。这个成本并非企业为生产产品或提供服务所付出的成本，而是消费者在做出消费选择时付出的成本。对于企业来说，如果其产品或服务具备转换成本，相当于具备了一种“负成本”。企业在制定定价策略时，可以将这个“负成本”考虑在内。

构成企业护城河的诸多因素之中，转换成本是很重要的一个。主要的转换成本有以下几种：订/阅/V/信/whair004

搜寻和尝试成本

第一种转换成本，来自于搜寻和尝试。如果某一件产品和服务，能够使消费者得到满足，那么除非有额外的利益（足以突破转换成本），否则消费者不会轻易去尝试新产品和服务。

对于价值量较低的产品，花太多的搜寻成本是不划算的。面对形形色色的广告，面对各种产品的使用效果比较，消费者十分疲惫。产品或服务的价值量越低，就越不值得消费者去搜寻新产品或服务，更

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

不用说尝试。但是，还需要满足一个条件，就是产品或服务必须具备差异化，这种差异化越大，那么转换成本也就越大。你可能根本不记得上一次买的牙签是什么牌子的，因为作为牙签来说，基本不具备差异化。你或者在超市，或者在自家楼下的便利店，随便抓了一盒就拿回家。

这种转换成本往往是由于信息不对称造成的。如人们总是习惯在常去的一两家影院看电影，这是因为消费者无法知道整个城市中所有影院的情况——价格是否实惠？视觉效果好不好？座椅是不是舒服？爆米花和汽水味道怎么样？消费者往往在尝试过几家影院以后，就会选择一两家满意的影院固定下来。同样的道理，消费者也习惯性消费固定品牌的酱油、香烟等。

除此之外，消费者在每一次消费过后，都会潜意识对自己的消费行为产生评估——“这笔消费是否值当”，并且在下一次消费前，对自己的消费行为进行修正，慢慢形成“消费习惯”。为何许多人消费时有选择困难症？主要原因是人们经常在消费后产生“该笔消费不值当”的后悔心理。这种后悔心理，就是横亘在消费者面前的“尝试成本”。这也是为什么有那么多“免费试吃，免费试用”活动的原因。

需要注意的是，这种原因产生的转换成本，是所有转换成本里最薄弱的一种。我们来看具备这种转换成本的产品的两个特点，一是价值量低到不值得花费搜寻和尝试成本；二是产品或服务具备差异化。因此竞争对手在抢夺客户时可以抓住两个致命点：一是赔钱赚吆喝，免费试用，搭配赠送等方式（如买大瓶可乐送小瓶果汁），先贴钱培养消费者的消费习惯；二是在营销推广时突出差异化的卖点，让用户感到“值得一试”。

生产或经营日化用品、调味品、影院、食品饮料、纺织服装、办公器材等品类的上市公司，通常具备此类转换成本。对于这类上市公司来说，最重要的是做大规模，必须达到竞争对手难以撼动的规模，

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

才算具备护城河。只有规模足够大，才能在反击中占据优势，将竞争对手贴钱培养消费者习惯的行为扼杀在摇篮里。

交通运输成本

第二种转换成本是交通运输成本。这种现象主要发生在实物产品上，而且单位价值的产品重量（或体积）越大，这种转换成本越高。这种现象通常多来自初级产品或原材料，如水泥、砖、沙子等建筑材料。此类上市公司有：海螺水泥（600585）、华新水泥（600801）等。砖厂通常开设在有粉煤灰等原材料的区域，同时距离建筑工地不远。砖厂的特点是数量多、规模小、散布各地，很难形成龙头企业。主要因为砖厂扩大规模所产生的规模效应还不足以抵消运输成本。所以各地的小砖厂都能够生存下去，不至于被大企业淘汰和兼并。同样的道理还有采砂船，作业区域靠近河流，销售市场则在周边的建筑工地。运输成本使得采砂这个行业很难跨区域竞争。

由于需要控制运输成本，一些上市公司会选择在相关产业附近设厂。汽车玻璃制造商福耀玻璃（600660），会选择在汽车厂家附近设厂。又例如钢铁厂，一般有两种布局模式，一是距离矿山近，如鞍钢股份（000898）等；另一种则是靠近海港，能够利用低成本的海运，如宝钢股份（600019）。需要注意的是，低成本优势并不是一成不变的，如靠海港的钢铁企业还受到海运价格、国外铁矿石价格的影响。

但是，投资者需要看到，以上两种类型都不具备由运输成本带来的转换成本（护城河）。此类护城河应当立足于两点，一是必须具备市场地域的宽广度。如汽车玻璃制造商，他们的客户就是汽车厂商，只需围绕客户建厂就能消化自身的产能，不需要向周边地域辐射。所以汽车玻璃虽然运输成本较大，但竞争者都会围绕汽车厂建厂，在竞争过程中并不具备地域辐射的交通摩擦成本。二是运输成本应当主要集中在产成品而非原材料，才能产生较好的护城河。否则厂家只要在原材料地区设厂，就能够将产成品通达全国各地。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

由于国内的基础建设不断深入，运输业越来越发达，所以具备此类护城河的上市公司越来越少。

已经支付的沉没成本

第三种转换成本，来自于客户已付出的沉没成本。如客户购买微软的XBOX游戏机后，紧接着也会购买对应的游戏软件。XBOX游戏主机就是客户付出的沉没成本，客户如果转移到索尼的PS2游戏平台，则需要重新购买一台PS2游戏主机。

许多上市公司，主产品的利润率并不高，企业用较低的价格占领市场份额，等客户购买其产品后，就相当于投入了一笔沉没成本，上市公司再通过配件和维修费用赚取利润。上市公司的主产品价值量越大，那么这种转换成本也就越高。

这类上市公司的产品主要是对公产品，如仪表生产商自仪股份（600848），电力设备提供商许继电气（000400），电梯制造及销售商上海机电（600835）等。很明显，客户不会因为配件成本高、维修成本高，就更换一台正在使用的电梯。

有时，客户付出的沉没成本不一定是金钱，也可以是时间和精力，如公司客户在银行开户需要复杂的手续和流程，填写各种表格，出示营业执照等各种证件，等待银行的审查和批准等。公司客户如果更换一家银行，需要重新走一遍复杂的开户流程。这期间的花费也是沉没成本。

学习成本

第四种转换成本，来自于学习成本。我们都知道，一旦人们学会了某一种电脑操作系统，就很难更换操作系统，因为重新学习一套新系统的过程实在太痛苦了。同样的事情，还发生在财务软件、数据库

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

系统、OA及SAP等办公系统上。除了要重新学习之外，要从这些系统中迁移数据和资料，更是一件非常麻烦的事情。而且这个工作很难做到100%无差错，只要一丁点的差错，就可能给企业带来更大的损失。

学习成本除了发生在软件上，还发生在一些机械设备上。如航空公司如果更换飞机供应商，就不得不重新培训飞行员、机械师等。再如医疗设备，如果更换的话，医生也需要重新了解设备的操作方法，以及与设备配套的各种新的医学知识。

兴业银行的银银平台，对接各地的小型银行，以实现通存通兑、资金结算等功能。这个系统从建立之初，就涉及科技输出。小银行由于规模小，如果要建设自己的网上银行系统，投入大成本高；如果接受兴业银行的科技输出，则简单快捷。这避免了各家小银行各自为政地重复投入。一旦小银行接入银银平台，就很难更换成其他平台，因为涉及系统的学习和数据的迁移，实在是一个浩大的工程。

网络规模效应

第五种转换成本，来自网络规模效应。前面我们提到过操作系统的例子，其实除了学习成本以外，还有网络规模效应。基于某一个操作系统开发的应用程序，换到另一个操作系统平台，又需要重新适配和编程，有时甚至需要全部从头来过。当一个操作平台形成规模以后（用户多），应用程序的开发者也会基于这个平台去开发程序。当这个平台的应用程序多了以后，用户也会毫不犹豫选择这个操作平台，因为这样能够使用到更广泛的应用程序。两方面相互促进，使得这个平台的重要性越来越高。

再比如腾讯的QQ和微信。单个的个体要更换通信软件很容易，但要使“我的好友”也一一更换到另一个通信软件，就很难了。而“我的好友”们又有众多好友，要使这第二重关系也全部转移，几乎不可能办到。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

一些企业，也针对网络效应来增加客户的转换成本，如手机运营商会开发家庭亲情号，或者公司集团网，使网络内个体之间的通话资费特别低。如果某一个用户更换手机运营商，那么就无法享受到网络成员中的超低资费，除非这个关系网中的所有成员全部更换运营商。

转换成本并不代表盈利能力

以上五种转换成本，第一、二种为较弱的转换成本，第三种中等，第四、五种较强。往往后三种才能称得上“护城河”。

最后，也是最重要的——转换成本并不代表盈利能力，两者没有任何直接对应的关系。即使上市公司的产品具有强大的转换成本，甚至已经构成护城河，也不能说明这家公司的盈利能力就一定强。转换成本在一定程度上可以防御竞争对手的攻击。对于盈利能力强的上市公司，转换成本或者说护城河才有用武之地。如果城池里金银遍地，护城河无疑是重要的防御工具。反之，如果城池里全是破铜烂铁，即使有宽广的护城河又有什么用?

例如，许多专业领域的软件提供商，具有超强的转换成本。更换此类软件，需要大量的学习成本，并且数据迁移也是件很难的事。即便如此，一些上市公司却仍处于亏损之中，主要是因为用户数量太少，无法覆盖研发和维护费用。

边际成本与恶性竞争

一般情况下，边际成本在跨过规模经济的临界点后，会随产量的增加而上升（U形），此时与向下倾斜的边际收益曲线相交，交点为企业生产的利润最大点。也就是说，当边际收益等于边际成本时，企业所能获得的利润最大。

但是也有例外。当边际成本趋近于零时，这个公式就会失效。在竞争的环境中，当企业每增加一个新的产品，或者提供一个新的服

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

务，产生的成本趋近于零时，企业的产品和服务就必须免费。否则就会被竞争对手以更低的价格抢走客户。

券商的护城河

上一节我们讲到了转换成本。我们知道，由于转户麻烦，券商的经纪业务具有较大的转换成本。客户很难经常更换证券公司，因为转户除了花费时间和交通成本，还需要面对证券客户经理的软磨硬泡。[1]在早期证券化率低的阶段，券商的经纪佣金水平还是千分之三时，许多人都以为券商经纪业务是一个坐地收钱的生意。但是，这样一个强大的护城河是怎样被打破的呢？

随着证券交易电子化，这个趋势逐渐被打破。券商置办好IT设备接入中登公司的交易系统后，在一定的规模之内，多增加一个客户在这个IT系统里交易，并不会增加额外的成本。券商为每一个新增的客户所需要付出的成本，就是这个新客户的营销开拓成本。后来，当营销手段接入互联网后，国内的佣金率最低降至万分之二水平，几乎接近交易所规费（交易所向券商收取的费用）的水平。

互联网与免费

产品或服务的边际成本趋近于零，这种现象在互联网行业比较常见。因此当我们提到互联网，首先映入脑海的就是免费。假设市场上有多家竞争的视频网站，那么其中任意一家搭建IT平台并买入视频版权后，在一定的带宽规模下，新增一个客户观看视频是不增加成本的。市场上只要有一家网站免费，就能极大地从其他收费网站那里抢夺客户。所以视频网站很难通过收费观看的模式来赚取利润。少数视频网站，通过高清片源以及特定影片收费，也难以覆盖其初始投入成本。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

对于消费者来说，100元和101元，差价是1%；但0元和1元，给用户的差别却是无穷大。“免费”的吸引力，远远大于任何折扣。消费者付出的金钱，等同于其取得该等分金钱所需花费的劳动时间；同时消费者为此支付了1元，就必须在其他的消费领域减少1元的消费量。但如果消费者无须付费，首先消费者无须付出成本，无须拿劳动时间来交换；其次，如果消费不需付出成本，那么消费之前就排除了消费者的顾虑，因为这种消费没有尝试成本。

对于边际成本趋近于零的生意，如果同时符合以下特点，会使企业的竞争情况雪上加霜：

（1）产品或者服务的差异性较小，竞争对手能够提供相同或相似的产品或服务；

（2）初始投入巨大，固定成本比重大；

（3）没有转换成本，客户很容易“叛变”；

（4）竞争者多，竞争充分，无法形成价格联盟。

对于边际成本趋近于零的生意，在达到寡头垄断之前，恶性竞争很难消除。采用此类生意模式最多的互联网企业，很难面向终端消费者收费，它们必须找到盈利模式和出路。目前的互联网企业大部分都还不能盈利，能走得通的主要有：

（1）做大规模，挤垮竞争对手，最终达到寡头垄断和独家垄断地位，从而变成价格的制定者；

（2）互联网本身就是信息的传播渠道，所以互联网的盈利模式里，广告费和渠道费是最常见的盈利模式；

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

（3）将互联网作为一种工具，帮助其他商家获利，并从其利润中分取一部分（平台）；

（4）所提供的产品或服务差异化明显，无法替代，能够自主定价，如游戏。

投资者在边际成本趋于零的行业里选择投资标的时，要打起十二分精神。在做大规模，达到寡头垄断甚至独家垄断之前，很多互联网企业都难以产生利润，甚至连营业收入都很少。此时PE、PB、PEG等各种估值手段都失效，因此，不少人开始以流量和用户数量作为估值手段。

自从股份制公司这种形式出现以后，使得资金可以从四面八方汇集而来，资本的大小已经不构成进入壁垒。在互联网创富神话之下，烧钱抢用户的故事每天都在上演。如果边际成本趋于零，但企业能够自主定价且能够获取源源不断的客户，那么这无疑就是一台印钞机。但是在清晰的盈利模式和盈利能力产生前，支撑股价的，就只有这个印钞机的梦想。

[1]中登公司自2015年4月13日起，取消自然人开立A股账户一人一户的限制，允许开立不超过20个账户。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第三节　通胀与贬值

股票能抗通胀吗？通胀对上市公司有何影响？

拥有强大定价权的公司有何特征？投资者如何在财务报表上找出蛛丝马迹？

技术进步与贬值有何关系？什么是高科技行业的PEG陷阱？

乍一看标题，你可能会以为我写错了，通胀不就是贬值吗？

通胀，即通货膨胀，通常是指因货币超发而导致钱不“值钱”，是一个用于形容货币的词汇。而贬值，则可以是货币贬值，也可以是物品贬值，又或者无形资产贬值。

股票能否抗通胀

在我们每一个人的生活中，都能切实地感觉到通胀的存在。我们经常说的“又涨价”了，就是通胀。例如，方便面从一块钱一包涨到了一块五，又涨到了两块五。2004年底，M_2[1]总量为25.32万亿元，至2014年底则为122.84万亿元，十年间增长385%。

就长期趋势来说，货币总量是不断增加的。宏观政策调控是支持温和通胀的，因为通缩的后果更严重——会导致社会总需求不足而引发经济衰退。因为货币越来越多，所以凡是持有货币资产都不可避免缴纳“铸币税”（包括应收账款等与货币直接挂钩的资产）。

通常我们认为可以抵御通胀的资产多为技术发展较慢领域（又或者稀缺品）的耐用品，如黄金、房地产等。首先技术发展较慢，意味着生产该种商品的社会必要劳动时间基本不变；其次耐用品意味着商品的价值损耗较慢，具有保值的能力。但是，必须注意到该种性质的

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

商品，也容易成为投资品或投机品。投资或投机需求对价格起到助涨助跌的效果。如果投资者买入的价格过高，并不能起到保值的作用。

对于股票投资而言，投资者的初衷就是牺牲现时的消费能力，在承担一定风险的条件下，以期在未来获得更高的消费能力。如果股票的投资收益不能跑赢通胀，那么就失去了投资的意义。投资者普遍认为股票是可以抵抗通胀的。股票对应的是一家上市公司的一小部分，对应的是资产而不是货币，因此受通胀的影响较小。但是，就如同黄金、房地产一样，股票也具有投资和投机的属性，买入价格过高和买入走下坡路的上市公司，都可能达不到投资者保值增值的目的。

通胀下的定价权

通胀会从上游企业传导给下游，从而增加下游企业的成本。所有的竞争行业，在通胀面前都会担心一个问题——如果我先涨价，竞争对手会不会占领原属于我的市场份额？所以在通胀的早期，更多的企业选择自行消化上涨的成本。如果企业具备较弱的定价话语权，那么在通胀过程中，利润难免会受到影响。

通常具有强大定价权的企业，具有以下特征：

（1）企业的产品并非以价格取胜，即非低成本战略；客户对价格的敏感度较低。

（2）市场对企业产品的需求十分强劲，即使价格有所提升，也不会造成需求的大量减少。

（3）企业产品的差异化较大，市场上其他类似的产品很难满足客户需求。

（4）企业可以自主定价，无须经过相关部门的审批。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

（5）行业集中度越高，行业中企业的数量越少，则对上下游的定价权也越强。

（6）同一个行业中，企业规模越大则定价话语权也越强。如果大企业的产品价格足以影响整个市场的价格，则被称为“垄断”。垄断者通常是价格的制定者，其他小企业则是价格的追随者。

（7）客户对品牌的信赖度较高，品牌溢价能力强。

（8）一般来说，随着产品的不断深加工，越往下游走，产品的差异化越大，议价能力也越强。但是，终端消费者的议价能力相对较弱，主要是由于终端消费个体数量远多于商家。

企业的定价能力究竟如何，有时很难从以上几个方面去感性地分析。好在投资者在会计报表上也可以找出一些蛛丝马迹。较强定价能力的企业报表通常有以下特点：

（1）较高的利润率。在同一个行业中，利润率高说明企业的产品的议价能力强。同时注意不能将利润率与周转率切割开来单独看，通常利润率高的周转率会偏低，高端产品对应高利润率和低周转率。

如果一个企业降低利润率不能换来更高的周转率，或者利润率不变的情况下周转率降低，都说明产品或服务的吸引力在减弱。在上游企业输入通胀时，这两种情况较为严重，说明企业的定价能力受到了通胀的较大影响。

（2）较多的预收账款。投资者可以用“预收账款/存货”来进行横向比较，这个数额越大说明企业的预收款能力越强。较多的预收账款说明企业在与下游的角力中，拥有更强势的地位。下游企业或消费者需要先付款，才能获取产品和服务。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

（3）较少的应收账款，或者应收以承兑票据的形式存在。这说明下游企业或消费者难以通过赊账的方式获得产品和服务。如果企业采用现金结付，同样说明企业对下游强势。现金结付制在面向终端消费者的行业中比较常见。

第（2）条和第（3）条都说明企业在与下游的博弈中占据强势地位，企业的产品不愁卖，有较强的能力将通胀转移给下游。

（4）较多的应付账款，说明企业在与上游的博弈中占据强势地位，上游不赊账将很难出售自己的产品。因此企业通过较强的话语权，抑制上游的利润，阻止上游将通胀的压力传导下来。

需要注意，由于商业模式不同，行业与行业之间的差异非常大。所以在比较这些会计项目特点时，应当在同行业之间进行比较。上游生产原料的企业往往应收账款较多，而面向终端消费者的行业，通常应收账款较少，如商场、高速公路、旅游景区等。

在通胀从上游传导给下游的过程中，会打破原有的价格平衡体系。定价话语权较弱的企业，盈利能力会受到挤压。而定价能力最弱的那一类型的企业，很难令投资者获得满意的利润。它们的利润受到上下游的挤压，被无情地吞噬。

在通胀过程中，价格会逐步增加并传导给下游。同样数量的商品，销售额和利润随着价格上涨而增加。如果企业的利润增幅能够与通胀幅度保持一致，那么这样企业的股票是抗通胀的（股票估值泡沫除外）。

还有一种类型的上市公司，投资者需要特别注意，即成本受通胀的影响不大，同时产品价格也很难上涨。表面上看，上市公司的利润并没有受到挤压。但是，随着时间的流逝，上市公司利润对应的货币购买力逐步被通胀所侵蚀，如电力行业（特别是水电）。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

技术进步与贬值

商品的价格会随着供求关系的变化而波动，但归根结底是围绕其内在价值波动的。一件普通玩具车即使价格再贵，也不会超过一辆汽车的价格。如何衡量一件商品的价值呢？马克思的《资本论》告诉我们，商品的价值可以由生产该商品的社会必要劳动时间来衡量。

铝曾经是很值钱的东西，甚至远远贵过黄金。在电解铝提炼法发明之前，铝元素由于活跃程度高难以被还原（提炼），在欧洲曾经是只有皇族才能够享用的东西。19世纪，电解铝方法发明以后，铝的身价一落千丈。现在即使最普通的老百姓，厨房里也能添置几件铝器皿。

玻璃，最初由火山喷出的酸性岩凝固而得。约公元前3700年前，古埃及人已制出玻璃装饰品和简单玻璃器皿，当时只有有色玻璃。约公元前1000年，中国制造出无色玻璃。在那个年代，玻璃也是一种“奢侈品”。到13世纪，意大利已经具备较为纯熟的玻璃制作工艺，但当时意大利的玻璃工匠都被送到一个与世隔绝的孤岛上生产玻璃，他们在一生当中不准离开这座孤岛。一直到1688年，一名叫纳夫的人发明了制作大块玻璃的工艺，从此玻璃成了普通的物品。

铝和玻璃的价值为什么会一落千丈？

因为技术的进步，使得生产铝和玻璃的社会必要劳动时间大幅降低。在社会必要劳动时间降低的同时，也就增加了该商品的供应量，再通过供求关系传导给价格，使其价格随着价值的变化而一落千丈。

为什么电脑、手机等电子产品性能越来越好，但价格却越来越便宜？就是因为电子产品相关的技术进步太快了。英特尔的创始人之一戈登·摩尔曾在20世纪60年代提出摩尔定律，即相同价格能买到的处理器，性能每18个月提高一倍；性能同样的微处理器，每隔18个月价

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

格下降一半。这可能是生产率提高最快的民用领域。几十年过去了，这个领域的发展速度依然日新月异。

在某个领域，一项新技术带来的劳动生产率提升，会使之前与该项技术相关的固定资产、无形资产、存货，甚至上游的产品或原料，都发生不同程度的贬值。也因为这个原因，在技术进步越快的领域，资产的价值越难以把握。研发能力是高新技术领域最重要的竞争能力。在高新技术企业的会计报表上，投资者可以看到各家企业都在不停地堆砌研发费用，有的甚至费用资本化。但是，投资者并不知道，其中哪些费用最终能够给企业带来经济效益。同时，过往的资产在会计上的金额也已经偏离其实际价值，因为技术进步给资产带来的贬值，已经无法用数字去具体衡量。企业的会计折旧制度不一定与实际情况相符。

正是这个原因，许多高新技术公司都在朝轻资产的方向发展。高新技术公司尽量作为设计方和发包方，而避免配置机械设备等固定资产——因为这些资产很可能下一秒就变得一文不值。如IBM将主业从硬件生产转变为提供信息技术和业务解决方案。又如苹果公司只做产品设计，而将手机生产外包给第三方公司。

我们正处在知识大爆炸的年代，最近一百年的知识积累，比过去整个人类的总和还多。在高新技术领域，一家企业如果能够通过技术领先构筑竞争优势，那么它将在短期内获得不同程度的超额利润。但与此同时，这个竞争优势往往是短暂的，因为竞争对手会迎头赶上。当玻璃制法掌握在少数人手里时，技术领先无疑会给其带来巨大的竞争优势和财富。但是一旦竞争对手迎头赶上，这个优势就不复存在。

在高新技术行业，用PEG来估值是成长股投资者面临最常见的陷阱之一。因为PEG是假定增长率能够保持下去，但实际上在高新技术行业，一家企业要长期保持较高的增长率是很难的。高新技术领域变数太多，企业必须不断创新，不断地获得新的技术进步，永远走得比竞

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

争对手快，才能保持原有的竞争优势。比尔·盖茨曾称微软离倒闭永远只有18个月，这个时间与摩尔定律遥相呼应。这也是巴菲特不喜欢科技股的原因之一。

投资者还需要注意到，并非所有的新技术都能够给企业带来经济效益。有些技术因为成本过高等各种原因，无法商用，也因此无法给企业带来收益。

与其他高科技略有不同的是，医药学以及与之相关的生物科学领域，保持竞争优势的时间会更长。首先，新药物即使研发成功，也还需要在动物身上反复试验，进而再进入临床试验，最后还需要经相关部门批准，才能上市使用。其次，医药行业的专利权，可以使得这个优势保持20年甚至更长。

与高新技术领域相反，某些行业几乎很少会受到技术贬值的困扰。这些行业主要集中在服务行业，如旅游等。

[1]广义货币，包括流通中的现金+银行存款。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第九章　投资准备清单

研究股票投资时，许多人不知该从何处下手。确实如此，投资是一个庞大的系统工程，牵涉面非常广。在这里列出一张投资准备清单，供大家参考，也相当于全书的总结。

第一，投资知识储备。参见第二章第四节。

（1）经济学常识，包括微观与宏观，建议阅读世界经济学大师写的教科书。

（2）价值投资类书籍，例如《巴菲特致股东的信》，彼得·林奇与菲利普·费雪的著作。

（3）会计学及财务管理书籍。注意这是两门不同的功课，财务管理更偏向经营管理。

（4）管理学及组织行为学等管理类书籍。

（5）市场营销类书籍。

（6）金融心理学书籍。

第二，审视自己的事业处在哪个阶段。如果储蓄率过低，建议将更多的精力放在事业而非投资上。参见第二章第二节中的“低储蓄率应该如何投资”。

第三，列出个人的资产负债表清单，分清哪些是短期的资产和负债，哪些是长期的资产和负债，并尽量做到期限配对。除此之外，必须保留一定的流动资金以备不时之需。估算未来现金流量的进出情况，并将其与资产负债表匹配。参见第二章第二节。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第四，设定自己在投资中的预期回报率及风险承受能力。考虑投资品流动性、不确定性、收益性三要素，根据自身情况分配资金。参见第二章第三节。

第五，在股权类投资时，合理估计自身的投资能力。根据能力对应选择指数投资、分散投资、集中投资。参见第二章第四节。

第六，根据自己的投资预期回报率，以及自身的投资能力，合理选择四种价值投资类型风格。参见第三章第一节。

第七，根据价值投资类型的风格，对股票进行初筛，缩小研究范围。参见第四章第一、二、五节。

第八，在初筛后的股票名单里，找出PE、PB扭曲的股票，排除掉“南郭先生”。与此同时，排除掉专业性太强、难以理解的股票，不懂的不做。参见第四章第一、三、四节以及第五章第四节。

第九，考察剩余名单里的各个股票，周期性强弱程度。参见第七章第一节。

第十，如果是强周期行业，必须注意产品是否具备差别化，固定成本占比是否高，判断周期长短，并小心开工率陷阱等，详细参见第七章第二、三节以及第八章第一节。如果是金融行业，则参见第七章第四节。如果是弱周期行业，则略过。

第十一，了解行业和上市公司本体的成本结构，判断是“重资产”还是“轻资产”。参见第八章第一节。

第十二，了解上市公司所在的行业知识，包括相关规定及监管政策、发展历程与现状、盈利模式等。参见第五章第四节。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第十三，关注行业的整体供求情况，并关注总产量和总销量的变化趋势、价格走势等。参见第六章第一、二节。

第十四，如果是垄断企业，那么重点看其是否具有自主定价能力。同时须注意，垄断与盈利能力、成长性既不构成充分条件，也不构成必要条件。参见第六章第三节。

第十五，寻找上市公司的竞争优势以及护城河。需要注意护城河与盈利能力、成长性既不构成充分条件，也不构成必要条件。参见第五章第一、二节。

第十六，这家上市公司未来的盈利能力还能继续增长吗？对于这家上市公司来说，盈利能力增长主要有哪些途径？潜力如何？参见第五章第三节。

第十七，所研究的上市公司，对通货膨胀的抵抗能力如何？能否将通胀压力传导给下游？参见第八章第三节。

第十八，上市公司与上下游的关系如何？是否处于优势地位？参见第八章第三节。

第十九，了解上市公司究竟提供何种产品或服务，这些产品或服务使用起来如何？关注广告，因为广告的兴衰史就是行业和企业的兴衰史。判断产品及服务处在生命周期的何种阶段，面向何种阶层的客群（高、中、低端）。参见第四章第五节以及第五章第四节。

第二十，上市公司的产品或服务，是否日新月异，更新换代快？投资者要小心技术进步会带来不确定性和贬值，小心技术进步带来的“PEG陷阱”。参见第八章第三节。

第二十一，上市公司的产品或服务，是否具有转换成本？这种转换成本是否强大到足以构成护城河？参见第八章第二节。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第二十二，上市公司的产品或服务，边际成本如何？是否会因为边际成本趋于零而发生恶性竞争？参见第八章第二节。

第二十三，通读上市公司的《招股说明书》，尤其关注风险提示。如果上市公司招股说明书年代久远，也可以参考再融资募集说明书，或者新上市的同类公司的招股说明书。参见第五章第四节。

第二十四，阅读上市公司最近几年的财务报表，并且与同类上市公司进行对比，再次挖掘竞争优势。根据杜邦分析，横向比较各同类公司的ROE、负债率、利润率、周转率、营业收入及净利润增长率等各项指标。除金融企业外，切忌忽视现金流量表。特别关注财务报表中关于市场情况和公司经营成绩、发展战略相关的文字部分。参见第四章第一节以及第五章。

第二十五，根据上市公司的基本面，判断其未来盈利能力。如果不能精确判断盈利增长区间，那么至少应当清楚其变化趋势。这一点需要投资者具备宽广的知识面和较强的判断能力，没有一成不变的公式可以套用。

第二十六，关注上市公司是否含有隐蔽资产，并合理看待隐蔽资产。参见第三章第二节。

第二十七，关注上市公司的历次再融资情况，是借助再融资实现跨越式发展，还是被再融资摊薄收益？关注上市公司历次现金分红情况，关注其是否合理安排留存利润。参见第四章第六节。

第二十八，根据自己的投资预期收益率，以及对上市公司未来盈利能力的判断，等待股价落入合理的、值得买入的估值区间。通过价值回归试算表，判断未来实现自己投资预期收益率的概率。参见第三章第三、四节。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.98qihuo.com

第二十九，买入前，将买入这只股票看作是买入一间商铺。并且思量，假如有这样一间商铺，租金回报率、未来租金上涨的可能性等与将要买入的股票相当，那么我们会买这样一间商铺吗？

第三十，不要等股价再跌点，投资者不可能买在最低点。遇到好公司、好价格，那么就“买入并持有”。

第三十一，理解股市涨跌的奥秘，理解技术分析的本质。在持股的过程中，避免与亲戚朋友攀比收益，避免受周边人群的影响。参见第一章第一、二节。

第三十二，投资过程中，对自己的心态进行自审。避免将投资浮动盈亏与“财富效应”“买入成本”等概念联系在一起，并克服锚定心理、后悔心理等。避免对所持有的股票产生感情——只看到好的方面，看不到坏的方面。参见第一章第一、四节。

第三十三，持有过程中，无论遇到有影响或无影响的“消息”事件，都应当合理估量其影响程度。同时避免踏入“消息面逆向投资误区”。参见第一章第三节。

第三十四，何时卖出？

（1）综合考虑“估值更低、成长性更好、盈利确定性更高”这三个要素，出现更值得购买的股票，并进行换股。

（2）上市公司的基本面走坏。参见第三章第一节中的“小心有毒的烟蒂”。

（3）估值过高。如何判断估值过高？当股票作为一种投资品种，与债券、货基等其他固定收益类品种相比，在流动性、不确定性、收益性三个要素上均不占优时，这只股票也就失去了相对投资价值。参见第二章第三节中的“风险与收益背离怎么办”。